

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À MONTRÉAL

PERFORMANCES DES ENTREPRISES COTÉES ET PERSPECTIVES DE CROISSANCE
ÉCONOMIQUE : CAS DE LA BOURSE RÉGIONALE DES VALEURS MOBILIÈRES DE
L'AFRIQUE DE L'OUEST

MÉMOIRE
PRÉSENTÉ
COMME EXIGENCE PARTIELLE
DE LA MAÎTRISE EN SCIENCES COMPTABLES

PAR
JOSEPH FÉLIX ZOGNING NGUIMEYA

SEPTEMBRE 2009

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À MONTRÉAL

Service des bibliothèques

Avertissement

La diffusion de ce mémoire se fait dans le respect des droits de son auteur, qui a signé le formulaire *Autorisation de reproduire et de diffuser un travail de recherche de cycles supérieurs* (SDU-522 – Rév.01-2006). Cette autorisation stipule que «conformément à l'article 11 du Règlement n°8 des études de cycles supérieurs, [l'auteur] concède à l'Université du Québec à Montréal une licence non exclusive d'utilisation et de publication de la totalité ou d'une partie importante de [son] travail de recherche pour des fins pédagogiques et non commerciales. Plus précisément, [l'auteur] autorise l'Université du Québec à Montréal à reproduire, diffuser, prêter, distribuer ou vendre des copies de [son] travail de recherche à des fins non commerciales sur quelque support que ce soit, y compris l'Internet. Cette licence et cette autorisation n'entraînent pas une renonciation de [la] part [de l'auteur] à [ses] droits moraux ni à [ses] droits de propriété intellectuelle. Sauf entente contraire, [l'auteur] conserve la liberté de diffuser et de commercialiser ou non ce travail dont [il] possède un exemplaire.»

REMERCIEMENTS

Tâh mbouh ghò te nkouethè leûpouoh

« Une seule main n'attache pas le paquet »

Proverbe Bamiléké – Cameroun

Le présent mémoire a bénéficié des contributions multiformes et pluridimensionnelles que je voudrais ici saluer.

Mes sincères remerciements vont tout d'abord à l'endroit des Professeurs Gaétan Breton et Julien Bilodeau, qui ont accepté de diriger ce mémoire, et qui sont invariablement restés disposés et disponibles pour apporter leurs remarques, critiques et suggestions, dont le but était de me transmettre les arcanes de la recherche scientifique.

Les encouragements, conseils et soutiens des Professeurs Denis Cormier et Sylvain Houle m'ont été d'un grand réconfort tout au long de ma formation académique et de la rédaction de ce mémoire. Qu'ils trouvent ici l'expression de ma profonde gratitude.

Enfin, je voudrais dire ceci à ma famille, qui a toujours consenti beaucoup de sacrifices pour moi : *« L'arbre que vous avez planté commence à donner des fruits ; et ce résultat est le vôtre. Je vous souhaite à tous longue vie, afin que vous puissiez bénéficier du fruit de vos efforts ».*

TABLE DES MATIERES

LISTE DES FIGURES.....	vi
LISTE DES TABLEAUX.....	vii
LISTE DES ABBRÉVIATIONS.....	viii
RÉSUMÉ.....	ix
INTRODUCTION.....	1
CHAPITRE I	
CADRE THÉORIQUE ET REVUE DE LA LITTÉRATURE.....	3
1.1 Revue de la littérature.....	5
1.1.1 Les introductions en bourse.....	5
1.1.2 Liquidité et efficience des marchés financiers.....	8
1.1.3 Financement par le marché boursier.....	10
1.1.4 Marchés boursiers et croissance économique.....	11
1.1.5 Anomalies présentes sur les marchés financiers.....	13
1.2 Cadre théorique encadrant les introductions en bourse.....	23
1.2.1 La théorie de l'agence.....	24
1.2.2 La théorie du signal.....	24
1.2.3 La théorie de la croissance endogène.....	26
CHAPITRE II	
PRÉSENTATION DU MARCHÉ FINANCIER RÉGIONAL DE L'UEMOA.....	28
2.1 L'univers africain des marchés financiers.....	28
2.2 Naissance de la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières.....	34

2.2.1	De la Bourse des Valeurs d'Abidjan à la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières.....	34
2.2.2	La nécessité d'une bourse régionale.....	35
2.3	Organisation du marché financier de l'UEMOA.....	39
2.3.1	Intervenants sur marché financier sous-régional de l'UEMOA.....	39
2.3.2	Acteurs du marché financier.....	40
2.3.3	Moyens de financement sur le marché financier sous-régional de l'UEMOA.....	40
CHAPITRE III		
ÉLIGIBILITÉ DES TITRES A LA COTE ET VIE DES ENTREPRISES COTÉES A LA BRVM.....		43
3.1	Cadre réglementaire entourant une introduction à la BRVM.....	43
3.1.1	Critères définis par l'acte uniforme OHADA relatif au Droit des sociétés commerciales.....	44
3.1.2	Critères définis par le CREPMF (Autorité du marché financier).....	45
3.1.3	Critères définis par la BRVM.....	46
3.2	Processus d'introduction et système de cotation.....	48
3.2.1	Partenaires à l'introduction.....	48
3.2.2	Ingénierie financière et évaluation de l'entreprise candidate...	49
3.2.3	Cotations et transactions boursières.....	49
3.3	Enjeux liés à l'introduction en bourse (BRVM).....	52
3.3.1	Contraintes liées à la présence en bourse.....	53

3.3.2	Influences de l'environnement sur les entreprises cotées.....	55
3.3.3	Avantages des entreprises et des investisseurs.....	57

CHAPITRE IV

EVOLUTION DES PERFORMANCES DES SOCIÉTÉS

COTÉES À LA BRVM.....	62
4.1 Évolution des performances boursières.....	63
4.1.1 Underpricing.....	63
4.1.2 Underperformance.....	65
4.2 Évolution des performances opérationnelles.....	70
4.3 Développement du marché financier et croissance économique.....	77
CONCLUSION, CONTRIBUTION, LIMITES ET AVENUES DE RECHERCHE.....	88
Annexe	92
RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES.....	94

LISTE DES FIGURES

Figure	Page
4.1 Évolution du marché au cours des sept premiers jours.....	63
4.2 Évolution du marché au cours du premier mois.....	64
4.3 Évolution des cours après six (06) mois.....	66
4.4 Évolution des cours sur trois ans.....	66
4.5 Évolution des cours sur 10 ans.....	68
4.6 Évolution générale du secteur public.....	69

LISTE DES TABLEAUX

Tableau	Page
2.1 Répertoire des bourses de valeurs africaines.....	30
2.2 Caractéristiques des bourses africaines.....	33
4.1 Relations entre les indicateurs boursiers et les indicateurs de performance opérationnelle.....	71
4.2 Régression linéaire Bénéfice par action/Cours moyen.....	72
4.3 Régression linéaire Cash-flow & chiffre d'affaires/valeurs transigées	74
4.4 Évolution des principaux indicateurs de performances des entreprises.....	75
4.5 Evolution du marché primaire (en millions de FCFA.....	79
4.6 Evolution du marché secondaire.....	80
4.7 Evolution des principaux indicateurs boursiers et macroéconomiques.....	82
4.8 Relations entre indicateurs de développement boursier et agrégats de croissance économique.....	82
4.9 Régression Capitalisation boursière / PIB, Capitalisation boursière, valeurs transigées, volume des transactions / PIB	84
4.10 Résultats des tests de causalité de Granger Capitalisation boursière / Croissance économique.....	86

LISTE DES ABRÉVIATIONS

AFD	Agence Française de développement
BCEAO	Banque Centrale des États de l'Afrique de l'Ouest
BRVM	Bourse Régionale des Valeurs Mobilières
BVA	Bourse des Valeurs d'Abidjan
CEDEAO	Communauté Économique des États de l'Afrique de l'Ouest
CIE	Compagnie Ivoirienne d'Électricité
CNUCED	Conférence des Nations Unies pour le Développement
CREPMF	Conseil Régional de l'Épargne Publique et des Marchés Financiers
FCFA	Franc de la Communauté Financière d'Afrique
FCP	Fonds Commun de Placement
FMI	Fonds Monétaire International
GIE	Groupe d'Intérêt Économique
IMAO	Institut Monétaire d'Afrique de l'Ouest
JSE	Johannesburg Stock Exchange
OCDE	Organisation de Coopération et de Développement Économiques
OHADA	Organisation pour l'Harmonisation en Afrique du Droit des Affaires
OPCVM	Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières
PIB	Produit Intérieur Brut
PNB	Produit National Brut
ROE	Return On Equity
ROI	Return On Investment
SADC	Communauté de Développement de l'Afrique Australe
SGI	Société de Gestion et d'Intermédiation
SICAV	Société d'Investissement à Capital Variable
SODECI	Société de Distribution d'Eau de la Côte d'Ivoire,
SONATEL	Société Nationale de Télécommunications du Sénégal
UEMOA	Union Économique et Monétaire Ouest-Africaine
UMOA	Union Monétaire Ouest-Africaine
USAID	United States Agency for International Development
ZMAO	Zone Monétaire d'Afrique de l'Ouest

RÉSUMÉ

Les pays africains de la zone franc ont entrepris, il y a maintenant deux décennies, des réformes de leurs secteurs financiers, avec pour ambition non seulement de restaurer les équilibres nécessaires à leur efficacité et la confiance des agents économiques envers les institutions financières, mais aussi de favoriser la mobilisation des épargnes et la diversification des canaux de financement. L'objectif final étant la relance d'une croissance économique stable et durable.

Au sein de la zone UEMOA (Union Économique et Monétaire Ouest-Africaine), le projet majeur au cœur de ces réformes fut la création d'un marché financier commun dont la mission est de doter les entreprises des moyens de financement à long terme, qui leur permettraient de réaliser leurs projets les plus productifs et d'accroître leurs performances. L'autre mission dévolue à ce marché est d'attirer des capitaux étrangers dans la sous-région.

Notre étude a pour but de déterminer si, une décennie après sa création, le marché financier a atteint ses objectifs en termes d'amélioration des performances des entreprises et de relance de la croissance économique.

Globalement, nous observons que les entreprises cotées à la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (Place boursière du marché financier de l'UEMOA) ont vu leurs performances opérationnelles s'améliorer, notamment au cours de la seconde moitié de la décennie. Le développement du marché boursier semble également avoir eu un impact positif sur la croissance économique de la Côte d'Ivoire, Pays phare de l'Union, qui détient 34 des 38 entreprises cotées. Cependant, le marché n'a pas réussi à attirer des capitaux étrangers ; mais à l'inverse, l'écrasante majorité des entreprises qui lèvent des fonds sur le marché financier de l'UEMOA sont des filiales des multinationales occidentales.

Mots clés : introduction en bourse, croissance économique, performance, marché financier, entreprises cotées.

INTRODUCTION

Au cours de la décennie 90 et dans la première moitié des années 2000, la libéralisation et la privatisation sont devenues des thèmes dominants dans les stratégies de développement en Afrique. L'évolution des attitudes à l'égard du rôle du secteur privé dans le développement des économies africaines a favorisé le développement des marchés de capitaux. Dans les années 1990, de nombreux pays en Afrique ont érigé des bourses comme condition préalable à l'introduction de l'économie de marché dans le cadre de la propagation des programmes d'ajustement structurel par les institutions monétaires internationales (Fonds Monétaire International et Banque Mondiale) et comme outil de facilitation de la privatisation des entreprises publiques. Le continent compte actuellement vingt-trois (23) bourses de valeurs dont une douzaine ont démarré leurs opérations dans les années 1990. Cet engouement remarqué pour ces marchés depuis la fin de la décennie quatre-vingt indique bien qu'après être longtemps restés en marge de cette formule de mobilisation de l'épargne, les pays africains semblent aujourd'hui avoir perçu l'importance des marchés financiers dans le processus de développement de leurs économies. L'espoir placé dans les marchés financiers comme étant le créneau susceptible de donner un nouveau souffle aux entreprises a été accru par les difficultés de collecte de l'épargne par divers canaux formels ou informels, doublées du faible niveau d'intermédiation financière.

Dans l'espace OHADA, les marchés financiers sont présentés comme un élément essentiel du développement des sociétés anonymes, seules sociétés commerciales autorisées à procéder à l'appel public à l'épargne. On a ainsi vu apparaître dans les pays des marchés financiers à vocation aussi bien nationale que régionale. Sur ce point, il est à relever, pour s'en féliciter

que, si l'idée d'un marché financier communautaire est au cœur du débat au sein de la Communauté Européenne depuis bien longtemps, c'est en Afrique que sont enregistrées les avancées les plus significatives en la matière (Kalieu & Keuffi, 2004).

La croissance de la capitalisation boursière en Afrique a été décrite comme plus remarquable que celle des économies les plus avancées dans le développement de leurs marchés de capitaux. Les critiques, cependant, affirment que la bourse pourrait ne pas fonctionner de façon efficace dans les pays en développement et qu'il pourrait ne pas être possible pour tous les pays africains de promouvoir des marchés boursiers, au vu des énormes coûts et de la pauvreté de leurs structures financières (Singh, 1999).

Il existe à l'évidence, un certain nombre de contraintes à respecter avant de pouvoir pleinement bénéficier des opportunités offertes par ce nouveau moyen de mobilisation de l'épargne. Les critiques avancées par un grand nombre d'universitaires au cours de la dernière décennie au sujet de la promotion des marchés financiers dans les pays africains soulèvent un certain nombre de questions relatives aux avantages pour un pays de se doter d'un marché financier, du rôle supposé important de ce marché financier dans l'allocation des capitaux à l'industrie, de sa relation avec la croissance économique et les déterminants de son développement. Ce mémoire contribuera donc à déterminer si, conformément à la mission dévouée au marché financier sous-régional de l'UEMOA à sa création, l'accès la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM) – l'unique bourse à vocation régionale du continent, qui regroupe (08) pays d'Afrique Occidentale – a contribué à améliorer les performances en termes de rentabilité, de la quarantaine d'entreprises qui s'y sont cotées. De plus, il sera question d'observer si le développement du marché financier a eu un effet positif sur l'évolution de la croissance économique de la sous-région.

CHAPITRE PREMIER

CADRE THÉORIQUE ET REVUE DE LA LITTÉRATURE

L'introduction en bourse, qui est considérée dans la terminologie anglo-saxonne comme la transformation d'une entreprise fermée en une entreprise ouverte, nécessite de la part des entreprises candidates, un ensemble de transformations pour faire face aux exigences des autorités des marchés. C'est donc un processus de restructuration juridique et financière qui engendre des coûts directs et indirects (Ritter, 1987).

S'introduire en bourse est une étape importante dans la vie d'une entreprise, cela lui donne accès à une grande quantité de capitaux propres pour une période de temps indéterminée et l'aide à lever des fonds pour son expansion. En outre, l'introduction apporte des avantages indirects tels que l'accroissement de la fiabilité, la légitimité financière et la réputation de l'entreprise, une plus forte valeur pour les employés qui peuvent s'impliquer et participer au développement futur de l'entreprise ; ainsi que la capacité d'obtenir davantage de financement à moindre coût grâce à de nouvelles émissions de titres ou encore les prêts bancaires, compte tenu de la plus grande transparence de l'entreprise qui devra fournir régulièrement des informations sur lesquelles elle sera évaluée.

Compte tenu des avantages inhérents à l'introduction en bourse, un nombre croissant d'entreprises à travers le monde, et notamment dans des économies développées, considèrent l'admission à la cote comme étant le

moyen adéquat d'accroître le financement pour de nouveaux investissements. Au cours des décennies 80 et 90, le nombre d'entreprises qui faisaient le choix de s'introduire en bourse aux Etats-Unis dépassait un par jour ouvrable, en moyenne. L'existence de plusieurs procédures d'introduction et de diverses méthodes d'évaluation amène à déterminer pour l'entreprise émettrice, la combinaison qui assure une diffusion optimale des titres sur le marché, tout en permettant de réaliser une plus value.

De nombreuses études ont indiqué que les introductions en bourse d'actions ordinaires ont été souvent sous-évaluées, notamment dans le marché primaire, avec une certaine évolution de la valeur intrinsèque observée dans le marché secondaire. Ce phénomène de court-terme a été observé dans quasiment tous les pays avec un marché des actions, et avec une certaine variation du degré de sous-évaluation. L'existence de cette sous-évaluation à l'introduction a été vérifiée, avec un prix de marché des actions des entreprises introduites qui excède rapidement et significativement le prix d'offre des actions (Loughran et *al.* 1994).

Plusieurs raisons ont été avancées pour expliquer le phénomène de la sous-évaluation d'émissions initiales lors d'introductions en bourse, différentes théories mettant l'accent sur divers aspects du processus d'introduction. Ces explications ne sont pour autant pas mutuellement exclusives. En raison de la persistance du phénomène et de son internationalité, des chercheurs sont toujours en quête des raisons qui correspondent avec les théories financières modernes. Ritter (1998) fait valoir que la sous-évaluation a persisté pendant des décennies sans aucun signe de sa disparition imminente.

Ces rentabilités anormales positives observées à court terme tendent plutôt à s'inverser à long terme, entre 3 et 5 ans. S'inspirant des travaux de Stoll et Curley (1970) qui concluaient que les investisseurs ne réalisent guère une bonne affaire sur le long terme, Ritter (1991) va comparer la rentabilité moyenne des entreprises cotées à celle des entreprises similaires, restée hors cote, pour conclure à une sous-performance des introductions en bourse sur le moyen et long terme.

Outre l'exposé du cadre théorique entourant les introductions en bourse, ce chapitre présentera une revue de la littérature portant sur la liquidité et l'efficience des marchés financiers, le financement par les marchés boursiers, les liens entre le développement des marchés boursiers et la croissance économique, ainsi que les phénomènes observés sur les performances boursières des titres (*Underpricing et Underperformance*).

1.1 Revue de la littérature

1.1.1 Les introductions en bourse.

Longtemps perçue comme une simple étape de la vie d'une entreprise, l'introduction en bourse a commencé vers la fin des années 80, à susciter l'attention de nombreux chercheurs qui se sont penchés pour la plupart sur les avantages et les contraintes d'une telle opération, (Ritter 1987 ; Rajan 1992 ; Holmström et Tirole 1993 ; Chemmanur et Fulghieri 1995, Yosha 1995 ; Pagano et Röel 1998), les théories explicatives de la décision d'introduction en bourse n'étant pas encore formellement élaborées.

L'introduction en bourse offre de nombreuses perspectives aux entreprises, aux actionnaires et aux investisseurs. L'entreprise candidate à la cotation aspire très souvent à l'amélioration de sa crédibilité, un meilleur accès au marché des capitaux, et un financement de sa croissance externe.

Pour Jacquillat (1994) ; Jobard (1996) et Grinblatt et Titman (1998), l'actualité consacrée à l'entreprise candidate à l'introduction aura pour effet de lui conférer un important standing, d'accroître sa notoriété, renforcer son image et son pouvoir de négociation auprès de ses partenaires d'affaires. Chemmanur et Yan (2004) ont montré que le marketing de l'introduction en Bourse constitue l'un des leviers d'une stratégie globale de divulgation d'informations sur la qualité des produits et sur la valeur de l'entreprise. Des études empiriques montrent que l'opération d'introduction pourrait signaler la bonne qualité des produits de l'entreprise (Stoughton, Wong et Zechner, 2001), voire augmenter considérablement les visites des sites web des entreprises (Demers et Lewellen, 2003) et même susciter un plus grand intérêt de la presse (Reese, 2003).

La principale raison économique de l'introduction en bourse, ou du moins la plus fréquemment avancée est celle de l'accès à de nouvelles sources de financement. La diversification des sources de financement pourrait dans la plupart des cas, lui assurer des capitaux à moindres coûts, et un financement à long terme. De plus, le climat favorable d'une période haussière lui permettrait d'obtenir des capitaux à un coût avantageux (Jacquillat 1994). Les moyens de financements offerts par la bourse présentent une possibilité de croissance externe sans sortie systématique de fonds (Jacquillat, 1994 et Jobard, 1996).

L'introduction en bourse ne présente pas des effets bénéfiques seulement pour l'entreprise. Les actionnaires d'origine profitent en effet de

l'introduction en bourse pour assurer la liquidité de leur patrimoine, la pérennisation de leur entreprise et la possibilité de réaliser des plus values. Une fois l'entreprise cotée, il est plus facile pour des actionnaires de se désengager de toute ou d'une partie de leur propriété, sans recherche formelle de nouveaux acquéreurs, ni formalités administratives et juridiques contraignantes (Grinblatt et Titman 1998). Comme le précise Zingales (1995), en plus d'obtenir un prix supérieur, les actionnaires cédants font l'économie d'une négociation avec un éventuel acheteur de gré à gré. L'introduction en bourse constitue dans ce sens une sortie privilégiée pour les capital-risqueurs. De plus, ils pourraient bien profiter des périodes haussières pour tirer profit de leurs cessions de titres.

Pour Grinblatt et Titman (1998), les propriétaires initiaux obtiennent par l'entrée au marché boursier une diversification de leur risque d'entreprise, qu'ils ne seront plus seuls à supporter. En rendant l'entreprise ouverte, les entrepreneurs initiaux, même s'ils diluent leurs pouvoirs, permettent à l'entreprise de rester pérenne, même en cas de problèmes de succession au sujet d'un des propriétaires. (Jacquillat, 1994 ; et Jobard, 1996).

Si ces motivations des actionnaires laissent souvent place à des comportements opportunistes pouvant dissuader les investisseurs ordinaires de participer à l'opération, des investisseurs plus avertis arrivent parfois à tirer leur épingle du jeu, notamment en misant sur les dividendes à percevoir en fin d'exercice, qui pourraient compenser des pertes éventuelles subies à l'achat ou à subir lors de la vente.

L'introduction en bourse ne va pas sans son lot de contraintes. C'est en effet une phase très importante dans le cycle de vie d'une entreprise, une étape qui engendre une restructuration juridique et organisationnelle afin de se conformer à certaines dispositions du marché d'une part, mais surtout

pour affronter les exigences de sa vie boursière. Des entreprises pourraient ainsi modifier leur capital, l'ouvrir ou encore changer de forme juridique. Certaines clauses statutaires se verraient révisées ou abrogées (Pilverdier-Latrete 1997).

La marche vers la cotation ne se fait généralement pas sans heurts. Outre les autorités de marché qu'il faut convaincre, l'entreprise candidate à la cote, lors de son appel public à l'épargne, doit surtout convaincre les investisseurs quant à la rentabilité et les risques liés à ses titres, sans quoi leur faible souscription pourrait hypothéquer les chances de réussite de l'opération d'introduction. D'autres contraintes sont liées à la communication financière accrue à laquelle la nouvelle entreprise ouverte devra s'astreindre pour se conformer aux exigences réglementaires de la présence à la cote, et surtout pour réduire par des divulgations, l'écart entre sa performance boursière et sa performance économique ou organisationnelle.

1.1.2 Liquidité et efficience des marchés financiers.

Depuis la plaidoirie de McKinnon et Shaw (1973) en faveur de la libéralisation financière comme politique devant contribuer à accroître les possibilités de diversification des risques par les institutions financières, des auteurs ont utilisé l'approche multifonctionnelle des marchés pour relier les marchés boursiers à l'efficacité des investissements (Senbet et Otchere, 2005 ; Blair, 2000 ; Irving, 2000 ; Levine et Zervos, 1996 ; Demirgüç-Kunt et Maksimovic, 1996 ; Obstfeld, 1994 ; Stiglitz, 1985). Selon ces auteurs, les marchés boursiers facilitent d'abord la découverte des prix, lesquels revêtent un contenu informationnel et transmettent des signaux à différents titulaires de titres sur le marché. Ce qui facilite la prise de décision, permettant l'affectation des ressources et leur utilisation optimale. Ensuite,

les marchés boursiers promeuvent une gouvernance efficiente et des mécanismes de contrôle en exerçant des pressions et en instituant de la discipline dans leur fonctionnement. Dans un environnement d'incertitude, les parties au contrat ne peuvent pas facilement observer ou se contrôler les unes les autres et les mécanismes de contrôle sont coûteux. Les marchés boursiers fournissent alors des mécanismes de contrôle conduisant à un comportement optimal de gestion et, partant, mettent de la pression sur la direction en vue de la prise de mesures correctives.

D'autres auteurs sont cependant en désaccord avec ces arguments, soutenant qu'en raison de la dispersion de l'actionnariat, les investisseurs individuels sont relativement réduits dans leur pouvoir et ils n'ont ni la capacité, ni l'incitation d'acquérir les informations nécessaires pour réaliser une allocation efficace de leurs ressources (Stiglitz, 1985, 2000; Singh, 1993, 1997). En outre, alors que les marchés boursiers peuvent faciliter la collecte d'informations sur les possibilités d'investissement, ils peuvent aussi rendre ces informations accessibles à tous les participants au marché. Cela crée le problème d'une zone de libre cours qui pourrait décourager les investisseurs de dépenser des ressources pour recueillir de l'information (Stiglitz, 1985). Ainsi, selon ces auteurs, les liens positifs entre les marchés boursiers et l'efficacité des investissements par le biais d'avantages informationnels peuvent ne pas s'avérer.

Un consensus général se dégage des études empiriques, indiquant que le développement des marchés boursiers améliore l'efficacité des investissements. La plupart des études menées en Afrique ayant eu des objectifs principalement axés sur les aspects qualitatifs, Nyakerario (2007) a essayé de combler cette lacune en explorant la relation entre le développement du marché boursier et l'efficacité des investissements. L'étude souligne trois indications : tout d'abord, les marchés boursiers

africains ont le potentiel d'accroître l'efficacité des investissements, favoriser la création de richesse et du capital à long terme nécessaires pour le développement. Ensuite, un maigre secteur public favorise l'efficacité des investissements. Enfin, la mauvaise gouvernance, mesurée par l'indice de perception de la corruption, est de nature à détourner les efforts des activités productives, ce qui compromet l'efficacité des investissements et l'efficience des marchés.

1.1.3 Financement par le marché boursier

Érigés comme le symbole de la finance directe, les marchés financiers ont pour vocation première de mettre en rapport les agents à capacité de financement avec ceux qui éprouvent des besoins de financement. C'est donc tout naturellement que des entreprises se tournent vers les marchés pour lever des fonds, afin de financer leurs investissements et soutenir la croissance. Pagano, Panetta et Zingales (1998) l'illustrent assez bien dans le cadre d'une étude réalisée sur le marché italien, où le recours au marché financier permettrait non seulement d'accroître la capacité d'endettement de l'entreprise, mais aussi son pouvoir de négociation à l'égard des établissements bancaires.

La plupart des entreprises publiques qui font le choix d'un appel public à l'épargne concluent par une cotation de leurs actions à la bourse. Compte-tenu des avantages inhérents à une société publique, un nombre croissant d'entreprises à travers le monde considèrent les introductions en bourse comme un moyen important d'augmenter le financement pour de nouveaux investissements. Au cours de la période 2002-2007, les introductions en bourse ont connu un niveau sans précédent, avec un record de \$ 246 milliards en 2006, de capitaux levés dans le monde entier par des entreprises introduites (Ernst & Young, 2007 : 5). La croissance des

introductions en bourse est une tendance globale reflétée par l'ensemble des principales régions du monde, notamment en Europe, en Amérique et en Asie.

1.1.4 Marchés boursiers et croissance économique

En postulant que les marchés boursiers offrent une autre voie pour la mobilisation de l'épargne dans une économie, il est sous-entendu que ceci permettrait de stimuler l'investissement productif, contribuant ainsi à la croissance économique. Levine et Zervos (1996), à l'issue d'une étude internationale (41 pays), concluent que les agrégats du développement d'un marché boursier sont positivement et significativement associés à la croissance économique à long terme. Bencivenga et al. (1996) et Levine (1991) soutiennent que les marchés boursiers liquides réduisent le risque et baissent le coût de l'investissement dans des projets à long terme, renforçant ainsi les perspectives de croissance.

A l'instar de Saint-Paul (1992) pour qui les marchés financiers ont un impact positif sur la productivité des entreprises, Kyle (1984), et Bamba (2001) souscrivent au postulat de l'existence d'une corrélation positive entre le développement du marché boursier et la croissance économique. Ces auteurs font valoir que les économies avec des marchés financiers développés seront en mesure d'atteindre un niveau plus élevé de développement que des économies dotées de marchés moins avancés.

Contrairement à ces partisans de la corrélation positive entre les marchés boursiers et la croissance économique, certains auteurs arguent que le développement des marchés boursiers peut être préjudiciable à la croissance économique en encourageant des prises de contrôles contre-

productives pour les entreprises. (Shleifer et Summers, 1988; Morck et al., 1990). Pour eux, les marchés boursiers, en encourageant les profits à court terme, ne permettent pas aux dirigeants d'entreprises de se concentrer sur les perspectives à long terme, concernant notamment les investissements, lesquels sont essentiels pour le développement économique. Singh et Weiss (1998) sont beaucoup plus tranchés : S'il est vrai que les marchés boursiers peuvent attirer les investisseurs et des capitaux étrangers, ces flux ne sont que des spéculations et ne sont souvent pas liés à des activités d'investissement. Les statistiques de l'OCDE quant à elles, évaluent à 90% la proportion des flux financiers spéculatifs sur les marchés mondiaux. D'autres partisans de ce point de vue soutiennent que le partage du risque intégré par les marchés boursiers peut réduire les taux d'épargne et donc, ralentir la croissance économique (Devereux et Smith, 1994). Mayer (1988) et Stiglitz (1985, 1994) restent eux aussi convaincus de la corrélation négative entre développement des bourses et croissance économique.

N'zué (2006), dans le cadre d'une étude portant sur l'impact du développement de la défunte Bourse des Valeurs d'Abidjan (BVA) sur l'économie ivoirienne, va essayer d'accorder les positions antagonistes mentionnées plus haut. De cette étude, il ressort que le PIB est positivement corrélé avec l'investissement de l'État, les dépenses publiques, l'aide publique au développement, l'investissement étranger direct et l'indice de développement boursier (qui intègre le ratio de capitalisation boursière, la liquidité du marché, et le ratio de concentration des quatre firmes constituant l'indice de la bourse). Toutefois, lorsque le PIB et l'indice de développement du marché sont analysés de façon autonome, ne sont pas co-intégrés. Le test du lien de causalité indique une causalité unidirectionnelle de l'indice de développement du marché à la croissance économique, mais pas l'inverse.

1.1.5 Anomalies présentes sur les marchés financiers

Deux phénomènes majeurs rythment de manière quasi générale l'évolution des performances boursières des entreprises cotées : La sous-évaluation initiale et la sous-performance à long terme. Des phénomènes qui ne sont pas l'apanage du seul marché américain sur lequel ont porté les études de Ritter (1991), d'autant plus qu'ils sont constatés sur plusieurs autres marchés financiers, et dans plusieurs pays. Diverses interprétations sont avancées pour tenter d'élucider ces phénomènes, tantôt mis en relief avec les changements organisationnels qu'imposent l'introduction en bourse, ou avec d'éventuelles manipulations comptables avant l'introduction, entre autres.

Nous essayerons, pour la suite de ce chapitre, de passer en revue la littérature financière autour des facteurs explicatifs des deux phénomènes observés sur les performances boursières des titres nouvellement introduits (*Underpricing et Underperformance*) ; ensuite, nous observerons le comportement des marchés financiers hors de l'espace OCDE, pour nous concentrer finalement sur le cas spécifique du marché financier sous-régional de l'UEMOA (Union Économique et Monétaire Ouest Africaine) dont la place boursière est connue sous le nom de BRVM (Bourse Régionale des Valeurs Mobilières). Il s'agit d'un marché faiblement peuplé (39 entreprises) qui présente lui aussi les traits d'une sous-évaluation des titres à l'introduction, suivie d'une mauvaise performance dès la première année, mais qui affiche la particularité d'une meilleure performance à plus long terme (Après la 5^{ème} année).

1.1.5.1 La sous-évaluation (Underpricing)

Les études antérieures qui avaient pour but de comprendre le phénomène de sous-évaluation à l'ouverture des transactions sur des actions nouvellement cotées ont proposé diverses pistes de réflexion et relevé plusieurs facteurs potentiels pouvant expliquer ou être liés à une sous-évaluation initiale.

La taille de l'entreprise.

Un courant important de la littérature met en relief l'effet de la taille sur l'issue d'un appel public à l'épargne. Des études empiriques ayant démontré, dans leur écrasante majorité, que le risque de sous-évaluation est beaucoup plus présent chez les petites entreprises que chez les grandes. Une position sur laquelle s'accordent Ritter (1987), Chalk et Peavy (1990), Jog et Riding (1987), Cormier, Suret et Lemay (1990) et Clarkson et Merkley (1994). Lesquels pensent par ailleurs que les investisseurs éclairés seront intéressés par le degré d'incertitude d'un appel public à l'épargne, mais aussi par sa taille. Plus grande sera la taille, plus importante sera la possibilité d'acquérir de l'information relative à cette émission d'actions.

Le climat du marché lors de la période d'émission.

Évoquant au passage la thèse des bulles spéculatives, l'hypothèse qui repose sur le climat du marché au moment de l'introduction voudrait que l'offre des titres soit nettement inférieure à la demande, afin que les investisseurs lésés lors de l'introduction procèdent par des achats spéculatifs pour obtenir des titres. Ce qui provoque alors une hausse des cours et une rentabilité positive anormale des titres nouvellement admis à la cote. Le souffle spéculatif une fois tombé, les rentabilités positives

anormales devraient devenir négatives au fil du temps. Dans le fond, cette hypothèse assume que les entreprises candidates à un appel public à l'épargne choisissent le moment de leur introduction en bourse, de manière à maximiser le produit de l'opération. Ce qui les conduirait à choisir des périodes de hot Market où le marché est hautement réceptif, plutôt que de des périodes de cold Market pour lesquelles le marché est moins réceptif. C'est ce qui a amené Derrien et Womack (2000) à penser que le climat qui prévaut sur le marché au moment choisi pour l'introduction en bourse joue un rôle important sur le degré d'une sous-évaluation. Même son de cloche du côté de Izan et Monroe (1995) qui confirment, après observation du marché australien, que le niveau de la sous-évaluation est élevé au cours de périodes de marché haussier. L'euphorie des marchés pouvant conduire les investisseurs à un trop grand optimisme quant aux perspectives de l'entreprise, ces derniers se trouvent donc prêts à payer de plus grosses commissions aux souscripteurs. De ce fait, Louhgran et Ritter avancent que la sous-évaluation aurait également pour but de récompenser le courtier, plus ou moins indirectement. Revenant sur sa position initiale qui voulait que les actionnaires de départ laissent de l'argent sur la table lors de l'appel public à l'épargne, Ritter (2002) a modifié ses explications en faisant valoir qu'en situation de marché réceptif, les entreprises émettrices s'intéressaient davantage à la valeur marchande croissante de la firme, plutôt qu'au produit dérivable de l'émission, qui profite généralement aux courtiers. Cet argent laissé sur la table serait donc une compensation indirecte pour les courtiers introducteurs, du moment où les investisseurs sont enclins à leur offrir des garanties de gains significatifs en terme de souscription lors des émissions à des prix attractifs.

Le prestige ou la réputation du courtier introducteur.

Un grand nombre d'études évoque la réputation et le prestige du courtier introducteur pour tenter d'expliquer le phénomène de la sous-évaluation, en considérant que les courtiers de grande facture étant réputés ne pas s'associer aux projets risqués, la sous-évaluation serait moindre avec eux, qu'avec des courtiers moins réputés. Les résultats empiriques de Beatty et Ritter (1986), Carter et Manaster (1990) et Michael & Shaw (1994) viennent toutes soutenir cette théorie.

Une autre éventualité concernant la relation entre le banquier introducteur et la sous-évaluation réside dans le maintien des prix après la souscription. Schultz et Zaman (1994) pensent que les banquiers introducteurs, soucieux de leur réputation auraient tendance à fixer un prix d'introduction à motivation pour les souscripteurs, donc à proposer un prix d'introduction qu'ils pourraient facilement soutenir. Une envolée de ce prix d'entrée ferait accroître leur réputation. Une position sur laquelle Hanley et al. (1993) campaient déjà, après des études empiriques sur le New York Stock Exchange. Cette thèse, suggérée par certains auteurs, dont Ritter (1984), admet une forte inefficience du marché des introductions en bourse et, notamment une méconnaissance par les entreprises de leur valeur.

Beatty et Ritter (1986) pensent pour leur part qu'en présence d'un courtier prestigieux, l'asymétrie d'information entre l'entreprise émettrice et les investisseurs se verrait réduite, du fait de la préoccupation du courtier de garder sa bonne réputation et de ne pas perdre des parts de marché en s'associant à une mauvaise évaluation. Clarkson et Merkley (1994) indiquent qu'au Canada, les émissions les moins sous-évaluées sont celles qui se trouvent pilotées par des courtiers prestigieux. Cormier, Suret et Lemay (1990) vont cependant mettre un bémol à cette vision en affirmant

que le prestige du courtier a certes un effet positif, mais non significatif au seuil de 5%.

Ritter (1998) essaye d'apporter une autre explication à la relation entre le courtier et la sous-évaluation. Une logique qui veut que le banquier introducteur profite de son avantage relatif à la connaissance des conditions du marché pour sous-évaluer l'offre afin de fournir moins d'effort de marketing pour faire de la souscription une réussite.

Transfert de richesse des nouveaux actionnaires vers les anciens actionnaires.

La question du transfert de richesse, entre les actionnaires initiaux et les nouveaux investisseurs est devenue une préoccupation grandissante, notamment depuis que le nombre d'entreprises de technologie en bourse s'est considérablement accru. A titre d'exemple, en Juillet 2000, les actions de Corvis Corp ont augmenté de plus de 135%, pour clôturer à 84,72\$, après une introduction en bourse de 31,63 millions d'actions à hauteur de 36\$ chacune. Le transfert de richesse a été d'environ 1,5 milliard de dollars. Datar et al (2006) avancent l'idée que les entreprises émettrices sont favorables à un prix d'introduction inférieur à leur valeur mathématique intrinsèque, afin de donner accès à un plus grand nombre d'investisseurs, et favoriser ainsi un transfert de richesse beaucoup plus important, compte tenu du nombre de souscripteurs initiaux, et de ceux qui voudront se rattraper sur le marché secondaire.

Pour Pyle (1977), une cession d'actions importante donnerait un signal de faibles perspectives de gains et inciteraient par conséquent les actionnaires à pratiquer une forte décote des titres pour attirer les investisseurs.

Brennan et Franks (1997) confirment empiriquement l'hypothèse d'une sous-évaluation qui dépendrait fortement du comportement des responsables de l'entreprise qui détiennent le contrôle. Selon ces auteurs, lorsque les responsables qui détiennent de contrôle cèdent une fraction plus élevée d'actions, ils sont plus sensibles à la sous-évaluation, et sont donc particulièrement incités à la limiter pour réduire leur perte de richesse. En revanche, lorsqu'ils ne cèdent pas d'actions, ils sont cette fois incités à réduire le prix d'offre (et augmenter la sous-évaluation) pour garantir le succès de l'opération. La sous-évaluation étant donc un facteur qui permettrait de rémunérer les autres investisseurs des avantages de toute nature que peuvent se procurer les initiés par le biais de leur position de contrôle.

1.1.5.2 La faible performance à long terme (Underperformance)

A l'instar du phénomène de sous-évaluation constaté sur la plupart des marchés boursiers, la théorie financière se retrouve confrontée à un autre phénomène, celui de la mauvaise performance à moyen et long terme des titres cotés. Loughran et Ritter (1995) montrent que les entreprises qui ont procédé à des émissions au cours de la période 1970-1990, que ce soit dans le cadre d'un appel public à l'épargne initial, ou d'une levée de fonds périodique, ont eu une performance nettement inférieure à celle des entreprises qui n'ont pas procédé à l'appel public à l'épargne pour les cinq années suivant la levée de fonds. Jain et Kini (1994) montrent que pour 682 entreprises publiques cotées entre 1976 et 1988, la médiane d'exploitation des flux de trésorerie et de l'actif a diminué de manière significative en terme de ratio entre l'année précédant l'introduction et la troisième année subséquente.

Le modèle élaboré par Ibbotson (1975) sur la décennie 1960-1969 concluait à l'inefficience du marché au moment de l'introduction en bourse

et au cours de la période qui suit. Stern et Bornstein (1985) trouvent à leur tour qu'à partir de la date d'introduction en bourse jusqu'au dernier mois précédant leur étude, la rentabilité moyenne des titres nouvellement émis était inférieure de 22% par rapport à l'indice de bourse SP 500. Ritter (1991) constate que la rentabilité moyenne de 1526 entreprises introduites au cours de la décennie 1975 – 1984 est de 34% au troisième anniversaire de la cotation contre 62% pour les entreprises témoins similaires, n'ayant pas connu d'introduction en bourse.

Dès lors, des études se penchent sur la question de l'underperformance pour essayer de relever des facteurs explicatifs qui y sont associés. Jacquillat (1994) conclut à une explication du phénomène sur la base de deux thèses : l'effet timing de l'introduction et le sur-optimisme des investisseurs. Il soutient que l'introduction a lieu dans une ambiance de grand optimisme ou pendant les périodes haussières des bourses. Les investisseurs surpachaient donc les titres des entreprises, convaincus de réaliser une bonne affaire. Ce qui est vrai sur le court terme, mais se révèle infructueux à long terme.

Le moment choisi pour l'introduction est aussi une des réponses avancées pour expliquer la sous-performance subséquente. Ritter (1991) évoque l'existence d'une fenêtre d'opportunités quant à la date d'introduction, indiquant que les émetteurs cherchent à profiter d'un climat propice à la diffusion des actions. Von Eije et al (2000) arrivent cependant à une conclusion relative, au terme d'une enquête. En effet, les entreprises ayant subi des changements organisationnels lors de l'introduction en bourse semblent présenter une performance meilleure que celles qui n'ont pas eu la même préparation.

1.1.5.3 Liens entre l'Underpricing et Underperformance

Plusieurs pistes de recherches dédiées à l'explication de la sous-performance à long terme des entreprises introduites en bourse pointent la sous-évaluation initiale, comme étant sa cause quasi-systématique. Un modèle construit par Ljungqvist, Nanda, Singh (2001) relie la sous-évaluation de court-terme, l'existence de phases spéculatives et la sous-performance à long terme sur la base d'un dénominateur commun qui serait la présence d'investisseurs irrationnels.

A l'instar de Jain & Kini (1995) et Cai & Loughran (1998) qui montrent que la performance opérationnelle des entreprises qui s'introduisent en bourse est au-dessus de la moyenne réalisée par les sociétés de contrôle, et ce, sur une période allant jusqu'à 12 mois avant la date de l'offre publique ; Loughran & Ritter (1995) s'aperçoivent également que les entreprises qui réalisent des augmentations du capital par appel public à l'épargne offrent un rendement total de 72 % pour l'année qui précède l'offre de ventes d'actions nouvelles. Ce qui s'apparente à la manifestation probante d'une gestion agressive des revenus, prévue pour inciter les investisseurs à un plus grand enthousiasme à l'égard des titres émis, et à un sur-optimisme quant aux perspectives de l'entreprise.

Une étude empirique menée par Teoh, Welch et Wong (1998) indique que la manipulation des bénéfices au moment de l'introduction peut être une des raisons du sur-optimisme des investisseurs. Partant d'un échantillon de 1 649 entreprises, ils montrent que les opérations d'introduction dont les bénéfices ont été hautement manipulés présentent une piètre performance par rapport à l'indice de marché, ou à un

échantillon d'entreprises comparables. Leur activité sur le marché secondaire serait par ailleurs moins importante que celle des entreprises n'ayant pas artificiellement augmenté leur bénéfice au moment de leur introduction en bourse. Ces auteurs pensent que si les revenus élevés ne peuvent être maintenus, les investisseurs insatisfaits réévalueront la société à la baisse jusqu'à atteindre un niveau jugé satisfaisant à leurs principes fondamentaux.

Les études menées par Von Eije et al (2000) et Brav & Gompers (1997) laissent entendre que la sous-performance à long terme n'est pas nécessairement le fait de l'introduction en bourse, et penchent beaucoup plus sur les questions d'ajustements organisationnels liés à l'introduction en bourse. Ces résultats qui émanent des études menées essentiellement sous le ciel occidental sont pour le moins contrastants. Ils attribuent les anomalies de marchés d'une part, au contexte et à la gestion de l'opération d'introduction, et d'autre part, aux divers changements auxquels sont confrontées les entreprises qui vont à la cote. La culture boursière étant moins poussée dans les pays émergents ou les moins avancés, le marché financier n'y occupant pas la même place au sein de l'économie, Nous jugeons opportun d'observer le comportement des marchés boursiers hors de l'espace OCDE.

1.1.5.4 Comportements des marchés hors de l'espace OCDE

Plusieurs chercheurs évoquent la réputation du courtier introducteur pour expliquer la sous-évaluation d'un appel public à l'épargne, indiquant que des courtiers prestigieux s'associeraient à des opérations mieux évaluées. Des preuves empiriques sont apportées par Beatty et Ritter (1986), Carter et Manaster (1990) et Michael et Shaw (1994). Toutefois, il semble que cette thèse n'explique pas les sous-évaluations perçues sur les marchés chinois. Tian et Zhan (2000) testent la relation entre la réputation du

courtier et le niveau de sous-évaluation, et arrivent à la conclusion que cette réputation n'a pas de pouvoir explicatif quant à la sous-évaluation, étant donné que le gouvernement joue un rôle très important dans la régulation, et notamment lors des introductions en bourse. Il est à noter aussi que le marché chinois présente des caractéristiques toutes particulières, avec notamment un long délai entre l'émission des titres et leur cotation, un délai qui est en moyenne d'un an et qui peut aller jusqu'à trois ans.

Kuan (2000) procède à une étude similaire sur le marché de Hong Kong et détermine avec un échantillon de 273 opérations d'introduction que les courtiers les plus réputés présentent en moyenne 8,40% de sous-évaluation en moins que les courtiers de faible réputation. Un écart statistiquement non significatif, qui l'amène à conclure que le comportement des courtiers introducteurs sur le marché de Hong Kong est distinct de celui des courtiers présents sur d'autres marchés, notamment occidentaux. Concrètement, la sous-évaluation est bien présente, mais n'est pas imputable à la réputation du courtier introducteur.

Rabah Ganna et El Ammari (2008) s'alignent sur les positions de Broye et Schatt (2003) en concluant sur un échantillon d'entreprises cotées à la bourse de Tunis entre 1992 et 2006, que la sous-évaluation est en grande partie expliquée par le comportement des actionnaires qui détiennent le contrôle ; lesquels réduisent la sous-évaluation lorsqu'ils ont à céder un nombre important de parts et la favorise pour quand ils ne cèdent quasiment rien, dans le but de profiter d'un transfert de richesse venant des nouveaux entrants, tout en gardant le contrôle.

Bundoo (2007) analyse pour sa part le comportement des entreprises cotées en île Maurice de 1989 à 2005 et constate, sur la base de la capitalisation boursière, que les plus grandes entreprises présentent les

plus fortes sous-évaluations, les petites entreprises présentant elles aussi de fortes sous-évaluations tout de même. Une position qui contraste avec les résultats d'études empiriques menées sous le ciel occidental.

La BRVM qui fait l'objet de notre étude pourrait apporter des nouvelles pistes d'explications des deux phénomènes liés aux introductions en bourse. En effet, elle présente la particularité d'être une bourse sous-régionale, regroupant plusieurs pays (ceux de la zone UEMOA, en Afrique de l'Ouest). Une place financière faiblement peuplée (38 entreprises cotées sur le marché des actions) qui évolue dans un environnement où le financement par le marché monétaire est encore prépondérant, et dont les entreprises candidates à la cotation ne sont pas toujours motivées par des besoins de financement, disposant d'autres possibilités de levée des fonds moins contraignantes.

Un autre trait saillant de la place boursière Ouest-africaine qui justifie l'attention que ce travail lui accorde est le comportement à plus long terme des cours en bourse : Si ce marché affiche des rendements positifs élevés des titres à l'introduction, ainsi qu'une mauvaise performance à moyen et long terme, il se démarque finalement par une remontée soutenue des cours à plus long terme.

1.2 L'entreprise cotée, le développement boursier et la croissance économique : Cadre théorique.

La littérature financière portant sur la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976) et la théorie du signal (Leland et Pyle, 1977) est la plus évoquée pour expliquer les choix d'introduction en bourse et les perspectives de l'entreprise après l'accès à la cote.

1.2.1 La théorie de l'agence

Le conflit entre le principal et l'agent a longtemps été au cœur de cette théorie. Ce dernier (dirigeant) étant censé gérer l'entreprise dans l'intérêt du premier (propriétaire), la réalité factuelle s'avère souvent bien différente, du fait de grandes différences au sujet de leurs fonctions d'utilité respectives. Ce conflit d'agence suppose un opportunisme de la part des dirigeants. Un travers contre lequel le gouvernement d'entreprise met en place des leviers d'alignement du comportement des dirigeants. Entre autres leviers, Jensen (1993) distingue le contrôle interne, les organismes de contrôle et de régulation des marchés financiers, le marché financier et le marché des fusions/acquisitions.

Les marchés financiers et organismes de contrôle ayant pour vocation entre autres la protection des actionnaires et la vérification de la transparence de l'information, les exigences et contraintes qu'ils imposent aux dirigeants incitent ces derniers à faire davantage preuve de prudence dans les choix stratégiques adoptés, et à remettre l'intérêt des investisseurs (actionnaires) au cœur de leur préoccupation de gestion. La diffusion accrue de l'information prônée par les marchés financiers concourt également à réduire le fossé informationnel existant entre principal et agent, et à régler en partie le conflit sous-jacent qui les oppose.

1.2.2 La théorie du signal

L'existence d'une asymétrie de l'information au bénéfice de la société émettrice incite souvent cette dernière à faire des choix de gestion qui tendent à réduire ce fossé ou à tout le moins, à en donner l'impression. Les

dirigeants d'une entreprise disposant notamment d'une information supérieure à celle de ses pourvoyeurs de fonds, une politique de communication efficace est nécessaire : les dirigeants doivent non seulement prendre des décisions justes, mais aussi en convaincre le marché. Pour ce faire, ils ont recours au signal (Vernimmen, 2009). La politique financière de l'entreprise constitue dans ce sens un signal sur les intérêts des dirigeants. La théorie du signal explique donc en grande partie les choix de financement des entreprises par les marchés financiers et les interactions perçues entre les différents acteurs en présence sur les marchés. Les entreprises cotées étant généralement perçues comme des étalons du fait des exigences liées à l'introduction et au maintien à la cote, le choix de s'introduire en bourse et surtout la propension à y dégager de bonnes performances constituent un important signal pour ses divers partenaires, notamment financiers.

Deux autres théories qui visent à expliquer les phénomènes liés aux performances boursières des entreprises (*underpricing* et *underperformance*) sont celles de l'effet timing et du cycle de vie. Lesquelles postulent qu'ils existent des périodes plus propices à l'introduction que d'autres. Les entreprises choisiraient donc stratégiquement les périodes favorables pour s'introduire, ce qui expliquerait l'envolée des cours les premiers jours de cotation. Une fois cette euphorie retombée, et davantage d'informations recoupées sur le marché par les investisseurs, une inversion de tendance des performances boursières devient évidente, et très souvent à long terme, notant ainsi la présence de ce que la littérature financière anglo-saxonne qualifie d'*underperformance*.

1.2.3 Théories de la croissance endogène

La nature du lien existant entre les marchés financiers et la croissance économique n'a généralement pas fait l'unanimité auprès des économistes. La théorie de croissance néoclassique considère la croissance démographique et le progrès technique comme déterminants de la croissance économique, au même titre que l'accumulation du capital. La théorie de la croissance keynésienne, se concentre en particulier sur le rôle de l'investissement en tant que composante de la demande globale et comme complément au stock de capital (Pearce, 1986). À la lumière de ces déterminants traditionnels de la croissance économique, un certain nombre d'économistes ont exploré les multiples sources de croissance et mesuré les contributions distinctes du plus grand nombre possible d'entre elles, sur des périodes antérieures spécifiques et pour différents pays (Ackley, 1970). Parmi ces sources de croissance on retrouve l'accumulation du capital, offre de travail, la production, et bien d'autres variables globales.

Dans la mesure où les marchés boursiers contribuent à la mobilisation de l'épargne qui peut conduire à l'investissement, ils peuvent avoir un impact sur la croissance économique. Par conséquent, le développement des marchés financiers peut être considéré comme un déterminant de la croissance. La capacité d'un pays à mobiliser l'épargne se trouve donc cruciale pour sa croissance économique soutenue à long terme.

Le développement des marchés boursier assume ainsi un rôle dans développement de l'économie globale, de par l'impact de ces marchés sur la finance d'entreprise. A titre d'exemple, les marchés boursiers, en raison de leur liquidité, permettent aux sociétés d'acquérir rapidement beaucoup de capital nécessaire à leur financement, facilitant de ce fait l'allocation du capital. Cette canalisation efficace de l'épargne qui permet une allocation optimale du capital se traduit par une accélération du taux de croissance.

Fort de cette vision, les théories de la croissance endogène assument donc que les marchés financiers facilitent l'allocation des ressources dans l'espace et dans le temps, en œuvrant pour la mobilisation de l'épargne, l'acquisition d'informations, la liquidité et la facilitation de la gestion du risque. Ce qui affecte la croissance économique par l'accumulation du capital (taux d'épargne et réallocation de l'épargne) et l'innovation technologique (Levine, 1997). De ce fait, les marchés financiers favorisent l'allocation des investissements vers les secteurs plus productifs, et permettent ainsi de se rapprocher de l'optimum par une accélération du taux de croissance, laquelle aboutit sur une stimulation de l'activité économique.

La causalité qui lie le développement des marchés financiers à la croissance est toujours délicate à démontrer, car les marchés financiers eux-mêmes ne peuvent se développer que grâce à un tissu économique considérable. Un fait qui a parfois tendance à inverser la causalité.

Sur la base des théories évoquées ci-haut, nous pouvons nous interroger sur la réelle portée de l'émergence d'un marché financier. Concrètement, quel est l'impact de l'expansion et de la liquidité du marché financier de l'UEMOA sur les performances financières et opérationnelles des entreprises cotées à la BRVM d'une part, et sur le soutien et la relance de la croissance économique de la sous-région d'autre part ? La réponse à cette question de recherche passera par la confrontation des agrégats économiques et des indicateurs de performance d'entreprise à des indicateurs de développement de marché.

CHAPITRE II

PRÉSENTATION DU MARCHÉ FINANCIER RÉGIONAL DE L'UEMOA

2.1 L'univers africain des marchés financiers

En Afrique, le marché financier est une conception assez récente, qui rentre tout de même progressivement dans les mœurs, du fait de la volonté des institutions de Brettons Wood (FMI et Banque mondiale) d'encourager les pays africains à promouvoir ce canal de financement qui devrait fournir aux économies sinistrées du continent, un outil en plus pour aider les entreprises et les États à lever des capitaux et aux épargnants à placer leurs fonds.

Si on dénombre aujourd'hui 23 bourses en Afrique, le continent n'en comptait qu'une dizaine au début des années 90, la première bourse à avoir été créée en Afrique, la Johannesburg Stock Exchange (JSE) a vu le jour en novembre 1887, dans un contexte de découverte et d'exploitation de l'or. Mais il faudra attendre les années 60, période des indépendances sur le continent, pour vivre l'établissement d'un certain nombre de bourses, dont la principale fut la Bourse de Tunis, créée en 1969¹. La bourse était jusque là beaucoup plus perçue comme un bureau d'enregistrement des transactions que comme un miroir de l'économie ayant sa place dans le financement des entreprises, la capitalisation boursière y atteignant à peine 1% du PIB.

¹ Source : Site de la BVMT : <http://www.bvmt.com.tn/company/?view=overview>

Depuis lors, les marchés de gré à gré (Over The Counter markets) sont restés d'actualité dans plusieurs pays. Cette forme de marché boursier, qui constitue généralement un préalable ou une étape vers la création d'un marché boursier fonctionne encore dans des pays comme le Rwanda, le Gabon et la Gambie. Dans leur écrasante majorité, les bourses des valeurs en Afrique (répertoriées ci-dessous dans le tableau 2.1) se sont vues instituées par une volonté politique de mobilisation des ressources nationales, notamment dans le cadre des programmes de privatisation des entreprises publiques et du financement des investissements publics. Le Kenya et l'Afrique du Sud sont des exemples de pays où le marché obligataire a financé le développement des infrastructures. Les bourses visent également à attirer les investisseurs étrangers.²

Les marchés africains ne sont pas étroitement liés à d'autres marchés internationaux, comme c'est le cas en Asie. Bien que cela paraisse comme un inconvénient à leur croissance, cette «indépendance» a très souvent constitué leur attrait pour les investisseurs à la recherche de marchés qui ne seront pas sensiblement affectés par les chocs de grands marchés mondiaux comme ce fut le cas pendant la crise asiatique dans les années 1990. En outre, les investisseurs cherchent traditionnellement des opportunités de croissance élevée et l'Afrique offre une occasion unique à cet égard. Les retours sur investissement en Afrique commencent à être très impressionnants, les taux de croissance de la capitalisation boursière y étant les plus élevés, et ce malgré des faiblesses inhérentes aux marchés de capitaux.

² Rapport de l'étude de faisabilité sur la création de la bourse africaine des valeurs - Union Africaine, Décembre 2008

Tableau 2.1
Répertoire des bourses de valeurs africaines

N°	Nom de la Bourse	Lieu	Date de création	Sociétés cotées	Capitalisation boursière
1	Bourse Régionale des Valeurs Mobilières	Abidjan	1998	41	3 171 148 036 455*
2	Bourse des Valeurs Mobilières d'Alger	Alger	1997	6	6 500 000 000*
3	Botswana Stock Exchange	Gaberone	1989	23	94 577 000 000 \$
4	Douala Stock Exchange Douala	Douala	2001	2	21 445 430 000*
5	Bolsa de Valores de Cabo Verde	Praia		20	N/A
6	Cairo & Alexandria Stock Exchange	Le Caire & Alexandrie	1883	165	N/A
7	Ghana Stock Exchange	Accra	1990	35	17,691 600 000 \$
8	Nairobi Stock Exchange	Nairobi	1954	45	1 900 000 000 \$
9	Libyan Stock Exchange	Tripoli	2007	07	N/A
10	Malawi Stock Exchange	Blantyre	1995	13	1 821 073 300*
11	The Stock Exchange of Mauritius	Port-Louis	1988	40	36 804 984 087*
12	Casablanca Stock Exchange	Casablanca	1929	77	506 792 126 844*
13	Maputo Stock Exchange	Maputo	1999	16	400 000 000 \$
14	Namibia Stock Exchange	Windhoek	1992	24	N/A
15	Nigerian Stock Exchange	Lagos	1960	282	31 500 000 000 \$
16	JSE Securities Exchange	Johannesburg	1887	472	182 600 000 000 \$
17	Khartoum Stock Exchange	Khartoum	1994	53	5 000 000 000 \$
18	Swaziland Stock Exchange	Mbabane	1990	05	1 436 416 337*
19	Dar es Salaam Stock Exchange	Dar es Salaam	1998	10	975 820 000 000*

20	Bourse de Tunis	Tunis	1969	56	8 301 000 000*
21	Uganda Securities Exchange	Kampala	1997	11	5 178 305 484 326*
22	Lusaka Stock Exchange	Lusaka	1994	21	N/A
23	Zimbabwe Stock Exchange	Harare	1993	65	6 000 000 000*

* En monnaie locale.

Malgré la création de nombreuses bourses de valeurs sur le continent depuis la fin des années 80, force est tout de même de constater que les bourses africaines représentent une part infinitésimale de la capitalisation boursière mondiale. Une situation imputable aux obstacles qui entravent le développement du secteur financier en Afrique. Suggérant aux investisseurs canadiens qui souhaiteraient acheter des titres étrangers de n'acquérir que ceux qui sont inscrits à la bourse de New York, Jarislowsky écrivait :

« (...) Quant au continent africain, tout ce qu'on peut en dire, c'est qu'il baigne dans les dissensions ethniques, les régimes dictatoriaux et les détournements de fonds ».

(Jarislowsky, 2005, p.32)

Une déclaration qui met clairement en évidence la frilosité des investisseurs étrangers à l'égard des places financières africaines ; lesquelles présentent les caractéristiques toutes particulières énoncées dans le tableau ci-après :

Tableau 2.2

Caractéristiques des bourses africaines

Caractéristiques	Causes éventuelles
Absence de liquidité	- Faiblesses des transactions - Taille réduite des marchés (41 entreprises à la BRVM, 02 à Douala...)
Volatilité des cours	- Instabilité politique - Faible diversification des branches - Carence informationnelle
Déconnexion des autres bourses	Absence de relation avec les autres bourses
Absences d'investisseurs étrangers	- Mauvaise organisation générale de l'économie - Contraintes réglementaire et faible protection des investissements et des épargnants.

Source : Bayala (2002), Biitner (1999) et Leslie (1998)

Fondée en 1993, l'Association des bourses africaines (ASEA) s'est donnée pour double objectif de contribuer au développement des bourses, et de favoriser la coopération entre elles à l'intérieur des principaux pôles géographiques. Elle vise notamment à rapprocher : les bourses du Kenya, de la Tanzanie et de l'Ouganda en Afrique de l'Est ; la bourse de Johannesburg et les autres bourses de la Communauté de développement de l'Afrique australe (SADC) ; les bourses du Caire et d'Alexandrie en Afrique du Nord ; et en Afrique de l'Ouest, avec les bourses nationales du Nigeria, du Ghana et la Bourse régionale des valeurs mobilières (BRVM), qui fait figure de bourse francophone de la sous-région.

Cette perspective d'intégration plus avancée des bourses en Afrique de l'Ouest est soutenue par l'abaissement des obstacles à la libre circulation des personnes, des marchandises, des services et du capital que prône la Communauté Économique des États de l'Afrique de l'Ouest (CEDEAO), depuis sa création en 1975.

2.2 Naissance de la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières

2.2.1 De la Bourse des Valeurs d'Abidjan à la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières

La mise en place d'un marché financier régional en Afrique de l'Ouest figurait déjà dans le traité du 14 novembre 1973 constituant l'Union Monétaire Ouest Africaine (UMOA¹). Regroupant au départ sept (7) Pays (Bénin, Burkina-Faso, Côte d'Ivoire, Mali, Niger, Sénégal, Togo). L'Union s'est enrichie de l'adhésion d'un huitième Pays (Guinée-Bissau) en 1997.

En 1974, La Côte d'Ivoire crée un marché financier incarné dans la Bourse des Valeurs d'Abidjan (BVA), qui deviendra opérationnelle en 1976. Au début des années 90, la libéralisation de plus en plus poussée des économies de la zone Monétaire Ouest Africaine exigeait une adaptation des mécanismes de régulation de l'économie, notamment le recours aux instruments indirects de gestion de la monnaie et de mobilisation de l'épargne. En outre, la création d'un espace financier commun à l'ensemble des pays de la sous région de l'UMOA apparaissait comme un moyen de renforcement de l'intégration régionale pour un développement des échanges commerciaux entre les pays membres. C'est donc après plus d'une décennie d'existence et de fonctionnement de la BVA que les autorités monétaires de la sous région vont entamer, en 1991, des réflexions en vue de la mise en place d'un marché financier unique et efficace pour l'ensemble des pays de l'Union. Ces travaux préparatoires pour la création d'un marché financier régional en Afrique de l'Ouest ont été menés à l'initiative de la Banque Centrale des États de l'Afrique de l'Ouest (BCEAO), avec le concours de la Banque Mondiale, de L'United States Agency for International Development (USAID) et de l'Agence Française de Développement (AFD). Ces travaux ont

¹ Devenue UEMOA le 10 janvier 1994 à Dakar, avec les mêmes membres.

pris appui sur la BVA dont la BRVM est devenue l'expansion à l'échelle sous régionale.

Le 17 décembre 1993, le Conseil des Ministres de l'UMOA décide de la création d'un marché financier régional et donne mandat à la BCEAO de conduire la phase conceptuelle du projet. Le 18 décembre 1996, soit 3 ans après, les travaux aboutissent à la constitution, à Cotonou, de la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières S.A. et du Dépositaire Central/Banque de Règlement S.A. (DC/BR) marquant ainsi la fin du mandat donné à la BCEAO et la gestion du projet par ses propres organes. Quelques mois plus tôt, le 3 juillet 1996, par décision du Conseil des Ministres de l'UMOA, le Conseil Régional de l'Épargne Publique et des Marchés Financiers (CREPMF), voyait le jour pour assurer la tutelle du marché financier.

Ces institutions n'ont effectivement démarré leurs activités que le 16 septembre 1998, lorsque la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières s'est substituée à la Bourse des Valeurs d'Abidjan, déjà nantie de quelques 35 entreprises dont la cotation redécollait sur la base du dernier cours en vigueur sur la défunte bourse.

2.2.2 La nécessité d'une bourse régionale

Les huit pays majoritairement francophones qui constituent la zone UEMOA ont connu la grave crise bancaire de la fin des années 80 qui a violemment touché les pays de la zone Franc et qui a de ce fait amené les banques à limiter leurs engagements. Une inversion de tendance un peu brutale par rapport au passé où elles avaient au contraire trop prêté, et surtout sans effectuer de sélection ni de suivi des projets. Pour éviter un effondrement de tout le système bancaire, un plan de restructuration a été mis en place en 1989. Grâce à ces réformes et au changement de politique

monétaire, les banques sont redevenues plus liquides, mais elles n'ont pas pour autant accordé plus de crédit à l'économie. Une limitation de crédit due non seulement à la frilosité des banques, mais aussi aux normes prudentielles édictées par les commissions bancaires en vue de la protection de l'épargne du public.

Le crédit bancaire se trouvant ainsi fortement rationné et limité dans le temps (crédits à long terme quasi-inexistants) et conditionné par certaines dispositions relatives au système bancaire, le recours au marché financier s'est avéré être une alternative. Par l'appel public à l'épargne, il s'illustrait comme le moyen adéquat pour mobiliser d'importantes ressources et les mettre à la disposition des entreprises.

Seulement, la viabilité et l'efficacité du marché financier comme moyen de mobilisation de l'épargne longue sont tributaires d'un nombre de paramètres, dont l'un des plus importants se trouve être l'ampleur du tissu économique. En effet, pour relancer la croissance économique hypothéquée par le rationnement du crédit bancaire aux entreprises, le marché financier devrait franchir une taille critique en-deçà de laquelle il ne pourrait acquérir la liquidité et la fluidité nécessaires à son essor. Si la Côte d'Ivoire, pays phare de l'Afrique occidentale francophone, avait réussi à se doter d'un marché financier national viable, les sept autres pays de l'UEMOA, démographiquement et économiquement beaucoup moins puissants ne pouvaient prétendre chacun à son marché financier national, de même que le marché financier national de la Côte d'Ivoire devenait assez étroit pour une économie ivoirienne en quête de capitaux étrangers comme alternative pour sa relance économique. Un marché financier régional ou sous-régional se présentait alors comme une occasion pour tous les pays de l'union, d'élargir leurs marchés de capitaux et leurs potentiels de financement ; en plus de renforcer l'intégration régionale prônée par l'union.

Affiliés à la même banque centrale, les pays de l'UEMOA utilisent la même monnaie, le Franc CFA², et font partie – avec les autres pays anglophones et lusophones d'Afrique de l'Ouest – de la même organisation politique régionale : la CEDEAO³. Un tel contexte facilitait largement une harmonisation des politiques tarifaires, douanières et financières entre ces pays qui ont rendu effective depuis plusieurs années la libre circulation des biens des capitaux et personnes.

Forte de ses 80 340 000 habitants et d'un taux de croissance du PIB oscillant autour de 4,3%, la zone UEMOA s'est dotée d'un marché financier sous-régional pour compléter et renforcer les marchés interbancaires et monétaires, et offrir aux opérateurs économiques de la sous région de nouvelles opportunités de placement et de financement alternatifs, profitant ainsi d'énormes potentialités qu'offre l'épargne intérieure sous régionale. L'objectif de l'intégration a été la consolidation de la valeur de développement d'une plaque tournante pour le développement du marché des capitaux dans la zone géographique où se trouvent ces pays.

Au delà des facteurs économiques (niveau du revenu national et niveau de l'épargne) et des facteurs institutionnels (option libérale et de marché), l'une des raisons plaidant en faveur de la promotion d'un marché financier fut l'inadéquation du système financier existant. Le système financier dans lequel sont nés les marchés boursiers émergents ces dernières années reposait sur les banques (banques de développement, banques commerciales, banques de dépôts). Les banques commerciales qui constituent l'ossature du système financier étant en sur-liquidité et en baisse des taux d'intérêt sur l'épargne, l'émergence d'une offre nette d'épargne suscitée par la croissance économique ne pouvait pas trouver une

² Franc de la Communauté Financière d'Afrique

³ Communauté Économique des États de l'Afrique de l'Ouest, créée en 1975 et composé de 15 États membres

rémunération attrayante dans un tel système financier. Autrement, le système bancaire ne pouvait seul soutenir durablement l'organisation des rétrocessions des participations étatiques en assurant une liquidité aux valeurs mobilières qui peuvent être émises pour toucher un large public. Dans ce contexte, la diversification des sources de financement et de placement d'épargne s'est voulue comme une nécessité, compte tenu de la vague des privatisations entamées qui drainaient plus de 23 milliards de dollars en 1992 (Plane, 1996).

La mise en route de l'union s'est alors traduite par un ensemble de réformes économiques, institutionnelles et monétaires (Bayala, 2002). Principalement au plan économique et institutionnel, les réformes ont porté sur une harmonisation du droit des affaires (fiscalité sur les valeurs mobilières et les droits de propriété etc.), l'adoption d'un système comptable commun, le chantier d'une centrale des bilans, l'adoption d'un tarif extérieur commun depuis janvier 2000, la création de la BRVM et l'adoption de critère commun de convergence en matière de déficit budgétaire (inférieur à 3%).

Il est prévu que ce marché boursier régional facilite la mobilisation de l'épargne vers l'investissement productif dans les secteurs économiques dans la région, favorisant par le fait même la croissance économique de la région. Dans le cadre de la Zone Monétaire d'Afrique de l'Ouest (ZMAO), les pays de la CEDEAO non-membres de l'UEMOA viennent d'engager une réflexion sur la création d'une bourse régionale à bâtir notamment à partir des bourses du Ghana et du Nigéria déjà en activité. Une étude de faisabilité sur ce projet vient d'être achevée et ses conclusions devraient être soumises

rapidement aux autorités compétentes de l'Institut Monétaire d'Afrique de l'Ouest (IMAO)⁴.

2.3 Organisation du marché financier de l'UEMOA

Différents intervenants et acteurs sont présents sur le marché financiers et y jouent des rôles assez divers, allant de la réglementation à la facilitation des échanges sur le marché.

2.3.1 Intervenants sur marché financier sous-régional de l'UEMOA

L'organisation du marché financier sous-régional de l'UEMOA repose sur la coexistence de deux grands ensembles d'intervenants. Il s'agit des intervenants institutionnels et des intervenants commerciaux.

Les intervenants institutionnels sont constitués du Conseil Régional de l'Épargne Publique et des Marchés Financiers (CREPMF) qui fait office d'autorité de marché, de la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM) qui constitue l'entreprise de marché, du Dépositaire Central et de la Banque de Règlement.

Sur le marché financier, le pôle des intervenants commerciaux comprend les Sociétés de Gestion et d'Intermédiation (autrement appelés courtiers en Occident et prestataires de services d'investissement sur les marchés financiers d'Afrique centrale), les apporteurs d'affaires, les sociétés mobilières de conseil et les démarcheurs.

⁴ Source : Rapport de l'étude de faisabilité sur la création de la bourse africaine des valeurs - Union Africaine, Décembre 2008

2.3.2 Acteurs du marché financier

Les acteurs du marché financier sont les émetteurs de titres, les offreurs de capitaux et les intermédiaires.

Les règles d'organisation et de fonctionnement d'un marché financier diffèrent selon les pays et les places financières mais, elles obéissent généralement à des principes communs :

- les transactions portent sur des titres cotés;
- les transactions sont assurées par des intermédiaires professionnels;
- les opérations de bourse sont effectuées sur ordre;
- les règles de fonctionnement sont souvent établies par une institution indépendante qui possède un pouvoir de contrôle et de sanction.

2.3.3 Moyens de financement sur le marché financier sous-régional de l'UEMOA

Deux grandes familles de valeurs mobilières existent : les actions et les obligations. Une valeur mobilière peut être définie comme un titre négociable. Il est émis par des sociétés publiques ou privées et représente soit une fraction du capital social (action), soit un prêt à long terme qui leur est consenti (obligation).

Les actions et obligations constituent des valeurs mobilières. Cependant, elles ne possèdent pas les mêmes caractéristiques. Par ailleurs, elles n'engendrent pas les mêmes effets. Outre les actions et les obligations, d'autres valeurs mobilières, constituées de droits de souscription et de droits d'attribution, sont transigées sur la plateforme de la BRVM.

Les droits de souscription confèrent à un actionnaire ordinaire, le droit d'acheter d'autres actions à un prix fixé à l'avance. Les droits d'attribution sont également un avantage accordé à un actionnaire pour lui permettre d'acquérir des actions gratuites d'une entreprise, lors d'une augmentation de capital par incorporation de réserves.

En effet le référentiel comptable OHADA prévoit trois types de réserves qui doivent être dotées lors d'une répartition des bénéfices : La réserve légale, la réserve statutaire, et la réserve facultative. La réserve légale est imposée par l'acte uniforme, à hauteur de 10% du résultat net, soustraction faite des déficits reportables. Cette réserve cesse d'être dotée lorsque son cumul atteint 20% du capital social. La réserve statutaire est celle qui est fixée par les statuts lors de la constitution de la société ou lors de sa transformation. Son taux est variable et est défini par les associés ou leur représentants. Une fois que les statuts sont paraphés et enregistrés au registre de commerce, cette réserve devient obligatoire elle aussi. La réserve facultative est celle qui peut être dotée lorsque les administrateurs le juge, et si les bénéfices le permettent. Il n'existe pas de taux, ni de base pour son calcul. Ces réserves peuvent donc, à un moment donné, être ajoutées au capital nominal afin de constituer un nouveau capital social. En ce qui concerne la réserve légale, cette incorporation se fait généralement lorsque son cumul a atteint le cinquième du montant du capital. Il faut donc l'incorporer afin de recommencer la dotation au cours des exercices suivants.

Les droits d'attribution d'une seule entreprise sont actuellement listés à la BRVM ; alors qu'aucun droit de souscription n'est coté à nos jours.

Le marché financier ouest africain, seul marché financier régional sur le continent, et principal marché financier d'Afrique subsaharienne

francophone, présente un fonctionnement et une organisation semblables à ceux des marchés financiers d'Europe continentale. Malgré les différences notables quant à la fréquence et le mode de cotation, en raison du faible portefeuille du marché financier de l'UEMOA qui le contraint à opter pour une méthode de cotation par fixing et pour un maximum de deux cotations journalières, il a tout de même gardé un accent important sur la réglementation et la régulation.

En même temps, la rigidité des critères d'éligibilité des titres à la bourse conduit les autorités du marché à un dilemme : le choix entre la densité du portefeuille d'entreprises du marché et la qualité des entreprises qui y sont admises. Ce problème est également rencontré par la plupart des marchés financiers émergents du continent. Les autorités voudraient étoffer au maximum le tissu boursier, mais les conditions actuellement applicables ne permettent qu'à un nombre très réduit d'entreprises de se lister à la cote. Lesquelles ne sont généralement pas en quête de financement, ou alors possèdent d'autres moyens moins coûteux d'y accéder. Cependant, assouplir ces conditions reviendrait à laisser passer des entreprises qui n'ont pas forcément un bon profil en termes de rentabilité, solvabilité ou de règles de gestion, mais qui ont le plus besoin de financement. Une option qui est toujours écartée par les autorités de marché qui, au nom de la protection de l'épargne des investisseurs, ne voudraient pas que le marché financier se retrouve dans la même situation de crise financière que le marché monétaire il y a une vingtaine d'années, lorsque de nombreux emprunteurs s'étaient avérés insolubles, mettant ainsi plusieurs banques en faillite.

CHAPITRE III

ÉLIGIBILITÉ DES TITRES A LA COTE ET VIE DES ENTREPRISES COTEES A LA BRVM

L'introduction en bourse est une opération financière qui se déroule dans le cadre d'un environnement essentiellement organisé qui est celui du marché financier. C'est pourquoi il est éminemment important pour une entreprise candidate à l'introduction en bourse, de maîtriser l'ingénierie financière requise pour la restructuration nécessaire, de connaître tous les acteurs intervenant sur la marché financier et leurs diligences, mais aussi et surtout, de comprendre assez clairement les textes de référence qui régissent les activités et les rapports entre les intervenants sur le marché financier (Zogning, 2006).

Ce chapitre a pour objectif de faire ressortir tous les règlements et lois qui encadrent les opérations d'introduction à la Bourse Régionale de Valeurs Mobilières d'une part, et d'examiner les enjeux, les avantages et contraintes liés à la présence sur le marché boursier, d'autre part.

3.1 Cadre réglementaire entourant une introduction à la BRVM

Les États-membres de l'UEMOA étant signataires du traité de l'Organisation pour l'Harmonisation et Afrique du Droit des Affaires (OHADA), ils sont ipso facto soumis à son traité relatif au droit des sociétés

commerciales, qui fait figure de loi supranationale. Suivant cette hiérarchisation des lois, les opérations d'appel public à L'épargne sont tout d'abord régies par l'acte uniforme OHADA, ensuite par les règlements du CREPMF et enfin par le règlement de la BRVM.

3.1.1 Critères définis par traité de l'OHADA relatif au Droit des sociétés commerciales

Pour les 16 pays (majoritairement d'Afrique centrale et occidentale) qui sont membres de l'OHADA, ce traité constitue en droit des affaires une loi supranationale, à laquelle doivent s'aligner les lois nationales, y compris les décrets présidentiels.

Les dispositions de l'acte uniforme OHADA, tout en laissant une latitude aux bourses nationales ou régionales des pays membres, donnent de grandes indications, notamment en matière de niveau de capital à lever, de taille des entreprises candidates, de gouvernance et de publication d'informations.

L'acte uniforme OHADA relatif au Droit des sociétés commerciales prescrit notamment, pour les sociétés constituées ou en cours de formation, faisant appel public à l'épargne par émission de titres, un capital minimum de cent millions (100.000.000) de francs CFA pour la société candidate à l'introduction en bourse et faisant publiquement appel à l'épargne ; ceci en application des règles générales gouvernant la société anonyme.

En outre, les articles 823 et suivants de l'acte uniforme préconisent que¹ :

¹ Source : Acte Uniforme OHADA relatif au Droit des sociétés commerciales et des GIE.

« ...

- *Les fondateurs publient avant le début des opérations de souscription des actions une notice dans les journaux habilités à recevoir les annonces légales de l'Etat partie du siège social et, le cas échéant, des Etats parties dont l'épargne est sollicitée.*
- *Les sociétés faisant appel public à l'épargne pour le placement de leurs titres dans un ou plusieurs Etats parties ou dont les titres sont inscrits à la bourse des valeurs d'un ou plusieurs Etats parties sont obligatoirement dotées d'un conseil d'administration.*
- *Les sociétés faisant appel public à l'épargne pour le placement de leurs titres sont tenues de publier dans les journaux habilités à recevoir les annonces légales un avis contenant les principales caractéristiques de la société.*
- *Une copie du dernier bilan, certifiée conforme par le représentant légal de la société, est publiée. Si le dernier bilan a déjà été publié dans des journaux habilités à recevoir les annonces légales, la copie de ce bilan peut être remplacée par l'indication de la référence de la publication antérieure. Si aucun bilan n'a encore été établi, la notice en fait mention.*

...»

3.1.2 Critères définis par le CREPMF (Autorité du marché financier)

Érigé en gendarme du marché financier, c'est au CREPMF que revient l'autorité d'attribuer un visa pour tout appel public à l'épargne visant à émettre, exposer ou mettre en vente ou même introduire sur l'un quelconque des compartiments de la BRVM, des produits de placement, quelle que soit leur nature ou provenance. Toutefois ce visa du CREPMF ne constitue pas toujours une appréciation de l'opération proposée, d'autant plus qu'il ne porte que sur la qualité de l'information fournie et sa conformité à la législation et la réglementation en vigueur.

Considérant comme valeurs mobilières : « les titres émis par les personnes morales publiques ou privées, transmissibles par inscription en compte ou par tradition, qui confèrent des droits identiques par catégorie et donnent accès directement ou indirectement à une quotité de capital de la personne émettrice, à un droit de créance général sur son patrimoine. » , le CREPMF prescrit des exigences qui tournent essentiellement autour de deux points : la présentation de l'opération et la présentation de l'initiateur. Lesquels doivent être détaillées dans une *note d'information*, encore appelée *prospectus* sur d'autres marchés financiers.

3.1.3 Critères définis par la BRVM

La BRVM comprend deux principaux compartiments : le compartiment *Actions* et le compartiment *Obligations*. Le compartiment des actions est lui-même subdivisé en premier et second compartiment, en fonction de la taille des entreprises candidates et de la portion des titres diffusés dans le public. Les règles applicables à l'introduction varient donc en fonction du compartiment choisi, et du titre introduit.

L'introduction des actions est subordonnée aux règles générales suivantes² :

« ...

- être constitué sous forme de société anonyme ;
- engagement écrit de l'émetteur de diffuser les informations requises par la bourse, notamment la publication des comptes annuels au bulletin officiel de la cote et de participation à l'organisation du marché ;
- engagement écrit de l'émetteur de se soumettre à la réglementation de la BRVM ;
- mandater une société de gestion et d'intermédiation (SGI) qui l'assistera et le conseillera lors de son adhésion à la cote.

² Source : Règlement général de la BRVM

- *S'engager à signer un contrat d'animation de marché
... »*

Les entreprises candidates au premier compartiment devront par ailleurs, en plus de s'engager à publier les cumuls semestriels de chiffres d'affaires et les tendances de résultats, présenter :

« ...

- *Des états financiers sur les cinq (5) dernières années ;*
- *Une capitalisation boursière égale ou supérieure à 500 millions de francs CFA ;*
- *Une diffusion d'au moins 20% de leur capital dans le public dès l'introduction en bourse s'il s'agit d'une Offre Publique de vente d'actions;*
- *Une marge nette sur chiffre d'affaires sur chacune des trois dernières années de 3%.*

... »

Le second compartiment requiert quant à lui :

« ...

- *Des états financiers sur les deux (2) dernières années ;*
- *Une capitalisation boursière ou supérieure à 200 millions de francs CFA ;*
- *Une diffusion dans le public d'au moins 20% de son capital dans un délai de deux ans : 15% en cas d'introduction par augmentation du capital ;*

... »

La forme juridique de la société ne constitue pas une restriction en ce qui concerne l'émission des emprunts obligataires. La société devra émettre au moins 25.000 titres avec une garantie de l'émetteur. Le taux de rémunération des emprunts obligataires varie entre 5.85% à 10% l'an.

3.2 Processus d'introduction et système de cotation

3.2.1 Partenaires à l'introduction

Toute introduction en bourse implique la présence de deux types de partenaires :

- un établissement financier qui joue le rôle de Société de gestion et d'intermédiation (SGI) ;
- une agence de communication financière.

La SGI va, avant l'introduction, effectuer pour le compte de l'émetteur, des travaux préalables qui tournent essentiellement autour de la préparation du dossier d'introduction, (prospectus et *business plan*) de concert avec les dirigeants et de la proposition d'une évaluation objective de l'entreprise et l'estimation du cours d'introduction.

L'agence de communication financière va, dans cette phase préalable travailler à l'élaboration de la stratégie de communication financière, la préparation des documents destinés au public, l'étude de la publicité financière et la diffusion des documents d'information.

Le rôle des partenaires financiers (SGI et agence de communication financière) de la société qui désire s'introduire en bourse ne se limite pas à mener à bien les différentes étapes de la préparation générale du dossier d'introduction. Car une fois l'introduction en bourse réalisée, ces partenaires vont accomplir, pour le compte de la société nouvellement émise sur le marché financier, un certain nombre de prestations afin d'assurer le succès à long terme de l'introduction (Zogning, 2006).

Ayant servi de courtier introducteur, la SGI devra, à la suite de l'introduction, effectuer pour le compte de la société émettrice et de façon permanente, des travaux qui consisteront pour l'essentiel à assurer la liquidité du titre, publier et diffuser régulièrement des notes et rapports d'analyse financière sur la société.

L'agence de communication financière continuera d'élaborer des documents destinés au grand public, concevoir et proposer de la publicité financière.

3.2.2 Ingénierie financière et évaluation de l'entreprise candidate

L'introduction à la BRVM a souvent été l'aboutissement de la volonté d'un actionnaire, du conseil d'administration ou même de la suggestion de la SGI introductrice. Les SGI présentes sur le marché financier de l'UEMOA sont principalement des filiales des banques qui opèrent dans la sous-région. Ce quasi-monopole s'est bâti en l'absence de cabinets spécialisés en ingénierie financière au moment du lancement du marché financier et compte tenu du fait que les banques se présentaient comme les rares institutions à traiter couramment de l'information financière corporative. De plus, le scepticisme des entreprises à exposer leur réelle situation financière à des institutions autres que leurs banques (elles ne peuvent contourner les banques) érige les banquiers en détenteurs évidents de l'information financière des entreprises. La SGI de l'entreprise, qui généralement est une filiale de son banquier et qui, de par cette position connaît toute sa structure financière, est généralement l'entité qui initie la procédure.

3.2.3 Cotations et transactions boursières

La cotation des valeurs mobilières fait suite à leur négociation, laquelle consiste sur une plate-forme informatisée, à insérer les ordres dans

la mémoire centrale qui gère les procédés de cotation. La négociation des titres sur la plate-forme de la BRVM se fait de manière indirecte, par le biais des SGI qui agissent pour le compte des donneurs d'ordres, qui se trouvent être leur clientèle.

La BRVM met à la disposition des SGI un système de négociation assisté par ordinateur. L'introduction des ordres dans le système de négociation par les SGI s'effectue par une saisie manuelle sur des équipements des stations de négociation. Ces équipements sont implantés dans chacune des antennes nationales de la BRVM et au siège à Abidjan. L'ordre transmis au système de négociation par une SGI fait l'objet d'une prise en charge et se traduit par un message horodaté qui transfère à la bourse la responsabilité de l'exécution.

Les ordres introduits dans le système de cotation, peuvent être valables soit à date déterminée, soit à validité fin de mois par défaut. A l'échéance de sa validité, l'ordre est éliminé automatiquement du système de négociation. Les ordres paramétrés à la BRVM sont des ordres à prix fermés, encore appelés ordres à cours limite et les ordres au mieux.

Les ordres à cours limite comprennent une indication de cours. S'il s'agit d'une vente, cette limite s'exprime comme le minimum de FCFA par titre que le vendeur souhaite recevoir pour le dessaisissement de ses actifs financiers. Si c'est un ordre d'achat, c'est le prix maximum par titre que l'acheteur est disposé à payer pour acquérir ces titres.

Les ordres au mieux : les ordres sans limitation de cours ne spécifient pas de cours minimal à la vente ou maximal à l'achat. Le client accepte de se voir appliquer le cours qui sera calculé sur le marché. Cet ordre s'analyse comme « au mieux des capacités du marché » et non pas comme « au mieux des intérêts du client ». Ainsi, le client est certain de voir son ordre exécuté mais pas forcément en totalité, pour autant qu'un cours ait pu être calculé

sur le marché. Les ordres d'achat au mieux ont priorité sur les ordres d'achat dont la limite est strictement supérieure ou égale au cours coté. Les ordres de vente au mieux ont priorité sur les ordres de vente dont la limite est strictement inférieure ou égale au cours coté. Les cotations sont journalières à la BRVM. Une séance principale a lieu à 10 heures du matin et une séance de rattrapage intervient à 14 heures.

La cotation (Détermination du cours d'une valeur par le jeu de l'offre et de la demande des investisseurs) peut se faire suivant quatre modèles :

La criée

C'est un mode de cotation manuel où la bourse joue un rôle semblable à celui d'un commissaire priseur et adjuge le titre au plus offrant.

Le gré à gré

C'est un marché non organisé où les deals se concluent en bilatéral.

Le fixing

Ce mode de cotation entièrement informatisé (qui est pratiqué à la BRVM) calcule le prix d'équilibre sur la base des ordres enregistrés en mémoire et retient comme cours, le prix qui rapproche le maximum de quantités, qui maximise les transactions. Concrètement, les ordres d'achat et les ordres de vente sont ici confrontés en fonction de leurs seuils (plafond ou plancher), et le cours retenu est le prix modal, donc celui qui marie un maximum d'ordres de vente et d'ordre d'achat.

La cotation assistée en continu

C'est un autre mode de fixing ininterrompu, en continu.

3.3 Enjeux liés à l'introduction en bourse (BRVM)

L'entreprise candidate à la cote doit répondre aux conditions d'admission qui régissent tous les marchés réglementés, notamment avoir le statut de société par actions. Il est donc parfois nécessaire de transformer une société à responsabilité limitée ou une société en nom collectif en une société anonyme. En outre, les valeurs mobilières admises à la négociation sur le marché ne devront être soumises à aucune clause restrictive quant à leur libre négociabilité. Ces clauses qui sont plus souvent des pactes d'agrément ou des clauses de préemptions sont en effet incompatibles avec la volonté de la liquidité de marché et devraient donc être supprimées. Les actionnaires peuvent tout de même tenir le contrôle de la société par des conventions ou protocoles d'actionnaires extra statutaires par lesquels ils se mettent d'accord pour respecter des droits de préemption ou d'agrément en cas de sortie. La légalité de ces clauses n'est pas contestée, mais la loi ne leur accorde pas une pleine efficacité. Enfin, toutes les valeurs mobilières dans la même catégorie doivent conduire à la détention des mêmes droits.

L'accès au marché financier implique également de présenter au marché une entreprise ayant une structure simple et claire. La poursuite de cet objectif nécessitera parfois une restructuration profonde qui peut durer plus d'un an. La liquidité du titre peut être optimisée en augmentant le nombre d'actions ou en réduisant leur valeur nominale. Cet objectif peut également être atteint par des opérations d'augmentation de capital par incorporation de réserves.

Pour convaincre et séduire le marché, l'entreprise devra adopter des principes de gouvernance d'entreprise³. Dans cette perspective, elle pourrait changer sa direction et adopter un modèle qui s'appuie sur un conseil

³ Acte Uniforme Ohada, art 828 à 831.

d'administration et un conseil de surveillance. Des comités indépendants peuvent être établis.

Des pactes extrastatutaires peuvent naître après que la société ait été purgé des clauses restrictives de la libre négociation des valeurs mobilières. Ces pactes qui peuvent aboutir à la constitution d'un noyau dur doivent être soumis au CREPMF et à la BRVM pour être rendu publics. Les personnes (physiques ou morales) agissant de concert sont solidaires aux obligations qui leur sont faites par les lois et règlements, notamment en matière de franchissement de seuil.

3.3.1 Contraintes liées à la présence en bourse

La communication financière des entreprises cotées est devenue de plus en plus importante. Une plus grande implication de la communication fait partie de la stratégie d'entreprise et répond dans la plupart des cas, avec la communication institutionnelle, à un objectif de mise en valeur de la société. Cette communication se fait dans un environnement en pleine mutation et garde pour but la promotion de l'entreprise et l'appréciation du cours du titre, de manière à diversifier son actionnariat. Cette formule de communication est confiée à des spécialistes avec une double compétence en finance et communication. Ce service, inexistant dans la plupart des entreprises purement locales cotées à la BRVM joue un rôle essentiel dans les filiales de multinationales présentes sur le marché financier régional : il est l'interface entre les organes de direction et tous les partenaires, les actionnaires, investisseurs institutionnels, analystes financiers, les médias.

Toutefois, la communication financière reste centralisée pour un meilleur contrôle de la diffusion de l'information pour notamment assurer l'unicité du message transmis. Mais encore, dans un souci d'information et

de protection des investisseurs, le CREPMF régule la nature et la fréquence des publications distillées par des entreprises cotées, sur la base des exigences de l'acte uniforme OHADA relatif au Droit des sociétés commerciales. Ces publications peuvent être annuelles, semestrielles ou trimestrielles.

En faisant de la mise en place d'un conseil d'administration l'un des traits de profil d'une entreprise qui procède à l'appel public à l'épargne, l'introduction en bourse s'illustre comme étant l'accession à une plus grande démocratie, une plus grande régularité et une plus grande surveillance de la façon dont cette entreprise sera pilotée.

L'acte uniforme OHADA oblige désormais les conseils d'administration des sociétés à être composés de trois membres au moins et de quinze membres au plus (contre douze pour les sociétés fermées) lorsque les actions de la société sont admises à la bourse de valeurs. De plus, elles devront communiquer à l'attention de leurs actionnaires individuels des informations sur les administrateurs, notamment en ce qui concerne les principaux mandats détenus, le nombre d'actions détenues, leur expérience et leur rémunération, même à titre de jetons de présence.

La présence d'investisseurs privés et le développement de l'actionnariat grand public issu des privatisations sur le marché financier régional de l'UEMOA incitent les entreprises à une plus grande transparence quant à leur mode de gestion. Une demande qui est largement entretenue aujourd'hui par les actionnaires individuels.

3.3.2 Influences de l'environnement sur les entreprises cotées.

L'entreprise cotée, de part son imbrication dans son environnement essentiellement mouvant qui devient beaucoup plus complexe, subit des influences d'une amplitude bien plus grande. Ainsi, cet environnement non seulement oriente les démarches stratégiques de l'entreprise, mais conduit aussi, d'une manière plus insidieuse, certaines sociétés à des pratiques de communication financière plus accrue et à plus grande transparence dans leur gestion. C'est pour tenter de comprendre ces procédés et les variations des cours, qu'il faut considérer les différentes influences qui jonchent le sentier économique que parcourt l'entreprise quotidiennement. Chaque événement touchant de près ou de loin l'entreprise aura potentiellement un impact sur sa valorisation boursière. (Zogning, 2006)

En plus de son environnement interne, l'entreprise devra intégrer tout ce qui gravite autour d'elle, d'autant plus qu'elle s'inscrit dans un secteur, des normes, des règles et des procédures qui lui sont propres. Bien qu'à un instant donné, certaines méthodes donnent une photographie de la réalité économique d'une entreprise, elle ne sera pas forcément corrélée à la rationalité des investisseurs, ni aux incertitudes de marché. C'est pour cette raison et pour encore mieux comprendre et appréhender les influences que l'analyse de l'environnement externe reste inévitable.

3.3.2.1 Les actionnaires (Investisseurs)

Considérant le caractère spéculatif de ce type d'investissement, les critères retenus dépendront de nombreux paramètres, et précisément de la connaissance du secteur, de l'entreprise ou de méthodes d'estimation des tendances de cours. Ces techniques étant utilisées par un grand nombre

d'investisseurs qui cherchent lors de leurs investissements à obtenir une information fiable – qui sera source d'un taux de rendement élevé – les entreprises vont aussi essayer d'être les plus attractives possibles, d'autant plus que ces investisseurs jouent également un rôle dans le fixing du prix de l'action en infléchissant le cours à la hausse ou à la baisse.

3.3.2.2 "Rating" et analystes financiers

Un rôle important dans la détermination des valeurs des placements doit être reconnu aux analystes financiers, qui officient également comme agences de notation sur le marché financier sous-régional ; ceci en attribuant une note ou une estimation financière à chaque société, ce qui va influencer l'attrait des produits financiers émis par cette entreprise. La notation des entreprises porte sur plusieurs plans : sur le plan comptable (bilan et compte de résultat, ratio d'endettement...), et le plan économique et sectoriel entre autres. Cette évaluation influence d'une part le taux d'intérêt offert en rendement pour l'achat d'obligations, et d'autre part l'évolution du cours des actions. L'objectivité de ces agences et analystes devrait tout de même être remise en question, étant donné que ces intervenants sont parfois des SGI introductrices (ou leurs filiales) des sociétés notées.

Les entreprises cotées subissent ainsi diverses influences qui configurent à leur manière les différentes actions entreprises pour soutenir l'évolution des cours de bourse et maintenir un profil haut. Même si toutes les entreprises cotées à la BRVM sont soumises au référentiel comptable OHADA qui voudrait faciliter leur comparaison d'un point de vue opérationnel, il n'en demeure pas moins que les outils d'estimation des sociétés, visant la réalisation d'un investissement et l'obtention d'un rendement important, tournent principalement autour de deux méthodes que sont l'analyse financière de l'entreprise et l'analyse boursière des cours.

La recherche d'une combinaison dividende et plus-value sur cession de titre incite les investisseurs à opter pour ces deux méthodes dans leur décision d'investissement, ceci en marge de prise en compte de l'information comptable traditionnelle.

Pour tirer profit de cette règle de jeu, les entreprises se servent de l'interface visible qu'elles offrent au public et à leurs actionnaires ; une interface qui se résume généralement à des rapports de gestion et à la publication des comptes annuels ou des prévisions. Ces informations, malgré le doute qui plane souvent quant à leur crédibilité, servent de soubassement à l'analyse fondamentale.

3.3.3 Avantages des entreprises et des investisseurs

« Lorsqu'on améliore l'accès d'entreprises solides aux capitaux pour soutenir un accroissement de leurs activités (...) on favorise du même coup la création d'emplois durables, ce qui peut conduire à une réduction de la pauvreté »⁴

La plupart des sociétés de la sous région UEMOA sont sous capitalisées et en général financent leur besoin à long terme par des financements à court terme. Cette mise à mal des principes d'orthodoxie financière a très souvent engendré plus de problèmes que de solutions. Avec l'avènement de la bourse, les sociétés privées ou publiques et les États ont désormais la possibilité d'obtenir des financements adéquats selon leurs besoins. Ce qui n'est pas toujours évident sur le marché monétaire compte tenu du rationnement du crédit bancaire.

⁴ Alan KYEREMATEN, Ancien Directeur du Programme Afrique du Programme des Nations Unies pour le développement (PNUD)

Source : Afrique Relance en ligne

<http://www.un.org/french/ecosocdev/geninfo/afrec/vol14no3/stocksfr.htm>

L'introduction sur le marché boursier n'a évidemment pas pour seul objectif de lever des capitaux, mais aussi et entre autres, de promouvoir l'expansion des entreprises. Il en résulterait donc une croissance plus générale des économies nationales de la sous-région. En plus des entreprises, les attraits que représentent la bourse concernent aussi les investisseurs.

3.3.3.1 Au niveau des entreprises

a. Source de capitaux permanents et ultérieurs

La plupart des entreprises choisissent d'émettre des actions, du fait qu'elles ne coûtent quasiment rien dans la mesure où ce mode de financement n'exige en soi, aucune rémunération définie à l'avance. Cependant, les investisseurs s'attendent à recevoir des dividendes qui sont une redistribution du résultat de la société.

Ainsi, tant que les sociétés cotées restent rentables et que la valeur de leurs titres augmente, la bourse soutient leurs ambitions. Dans le même temps, les investisseurs sont satisfaits et conservent leurs titres. Les sociétés pourront par la suite plus facilement augmenter leur capital en attirant d'autres investissements par l'émission de nouveaux titres pour poursuivre leur développement.

L'un des atouts majeurs des sociétés présentes à la BRVM est l'assurance de pérenniser l'entreprise contre la dissolution ou l'éclatement de la société suite au départ d'un actionnaire majoritaire, pour autant qu'elle soit rentable. De nouveaux partenaires peuvent facilement se substituer aux partants par le biais du marché financier.

b. Soutien à la croissance

La stabilité des sources de financement qu'offre le marché financier aux entreprises de par la facilité d'accès aux investisseurs concourt, avec le financement adéquat des investissements à un soutien de la croissance des entreprises.

c. Notoriété et crédibilité accrues pour l'entreprise

En émettant une offre publique de vente de titres, l'entreprise bénéficie dans le même temps d'un moyen privilégié de publicité et de communication. Par la publication de ses résultats trimestriels et annuels dans les pages financières de la presse ou les bulletins officiels de la bourse, la société ainsi que ses produits font l'objet d'une attention plus soutenue et par conséquent bénéficient d'un label de prestige, dans un environnement où les sociétés cotées sont réputées être des étalons. Cette publicité peut lui apporter des opportunités d'affaires et des clients.

Les entreprises bénéficient d'un plus grand pouvoir de négociation envers leurs partenaires d'affaires. La crédibilité et l'image des entreprises s'apprécient et s'affirment auprès des fournisseurs, banquiers et clients en raison de la confiance qu'inspirent les entreprises bien capitalisées. Cela peut se traduire par de meilleures conditions de crédit auprès des banques ou des fournisseurs ; emprunts plus importants et moins onéreux.

La plupart des compagnies cotées à la BRVM semblent s'être introduites pour cet aspect particulier, étant donné qu'elles disposent généralement des fonds nécessaires à leurs projets d'investissements et ne cèdent qu'une faible proportion de leur capital à l'entrée.

3.3.3.2 Au niveau des investisseurs

Il importe ici de décrire les raisons pour lesquelles on investit en bourse et de mettre en lumière les déterminants principaux à l'investissement.

a. Rendement

Le rendement est le principal motif d'investissement. Les investisseurs vont entrer dans le capital des entreprises cotées uniquement pour cette raison. Les investisseurs espèrent généralement recevoir des dividendes, proportionnellement supérieurs à ce qu'ils auraient reçu lors d'un investissement sans risque. Cependant, d'autres investisseurs vont préférer la plus-value au dividende, en cédant les titres une fois que la marge leur paraît satisfaisante.

Le rendement recherché par les investisseurs peut se présenter sous deux formes pour le marché des actions. D'une part les dividendes et de l'autre l'éventuelle plus-value réalisée sur la cession de titres. Sur le marché obligataire, ils ont l'assurance d'un rendement à un taux fixe établi à l'avance et sur une échéance précise.

b. Contrôle

L'autre élément qui guide le processus d'investissement dans une société cotée est le contrôle de celle-ci par l'entremise d'une participation. Les investisseurs qui, seuls ou de manière collégiale atteignent les franchissements de seuils ne s'intéressent plus seulement au rendement ponctuel de leur investissement, mais souhaitent s'impliquer dans la gestion de l'entreprise, et contribuer à la détermination de ses orientations stratégiques et à ses diverses politiques. Avec un pouvoir qui sera

proportionnel à leur participation, ces investisseurs deviendront des acteurs incontournables pour la société.

Le marché financier sous-régional de l'UEMOA a été instauré dans le respect des principaux canons de développement d'un espace boursier, avec pour but d'aérer le système financier de la sous-région et d'insuffler une dynamique de financement toute nouvelle aux entreprises, dans leurs perspectives de croissance, et dans une logique de développement macro-économique.

La BRVM, symbole de ce nouveau départ, présente donc de nombreux avantages, tant pour les entreprises que pour les particuliers, induisant une augmentation probable des flux échangés au sein des économies des pays concernés, avec naturellement, son lot de contraintes. Entre avantages, exigences, contraintes, et influences de l'environnement, quel est le réel bilan au sujet des performances des entreprises cotées à la BRVM, dix ans après le lancement du marché financier sous-régional?

CHAPITRE IV

EVOLUTION DES PERFORMANCES DES SOCIÉTÉS COTÉES À LA BRVM

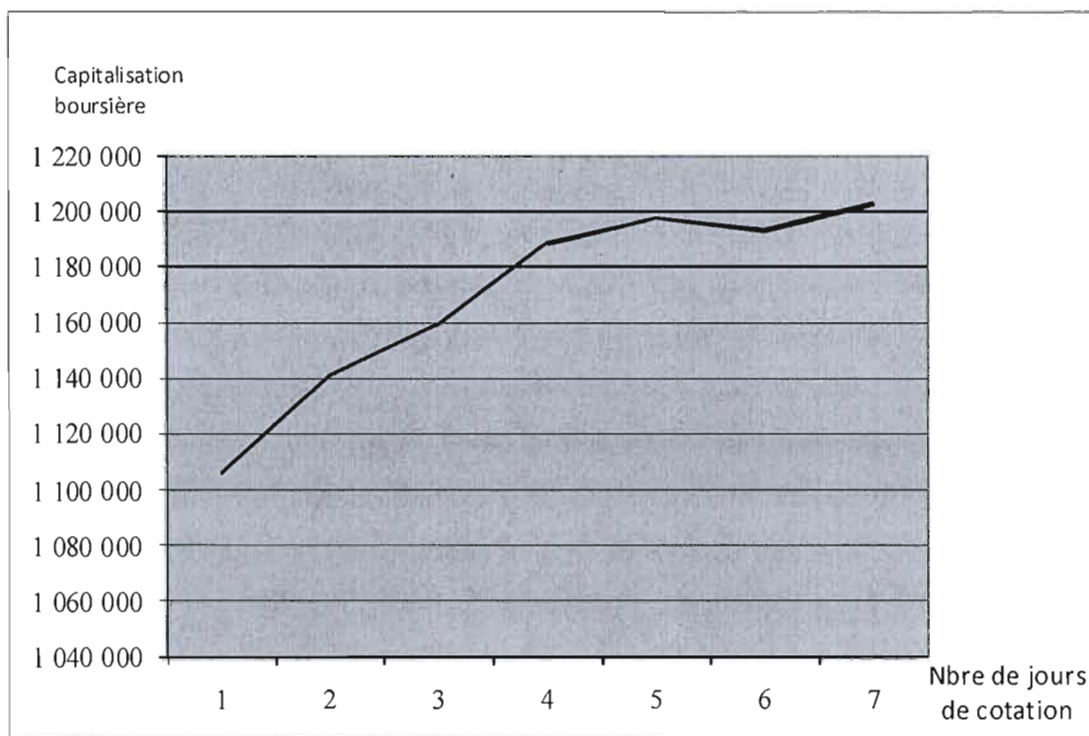
L'objectif fondamental de ce mémoire est de savoir pour les entreprises cotées à la BRVM si l'introduction en bourse est un investissement porteur ou non ; et sur un plan macro-économique, de déterminer si l'instauration en zone UEMOA d'un marché financier en marge du marché monétaire fut une politique réussie de relance de la croissance. Élucider ces questions passe entre autres par un examen de l'évolution à long terme des performances boursières et opérationnelles des entreprises introduites à la BRVM.

Les données relatives aux performances boursières concernent l'évolution des cours de titres depuis la création du marché financier sous-régional en 1998, et couvrent la période allant de Septembre 1998 à Septembre 2008. Ces données concernent aussi la capitalisation boursière, les valeurs transigées, le cours moyen des titres et leur rendement moyen. La performance financière opérationnelle est appréhendée par le résultat net, le bénéfice par action, le chiffre d'affaires, le cash-flow opérationnel, et les principaux ratios de rentabilité (ROE et ROI). Le total des actifs servant ici à capter la taille, comme variable de contrôle. Ces données financières sont issues des états financiers de la période 2003-2007.

4.1 Évolution des performances boursières

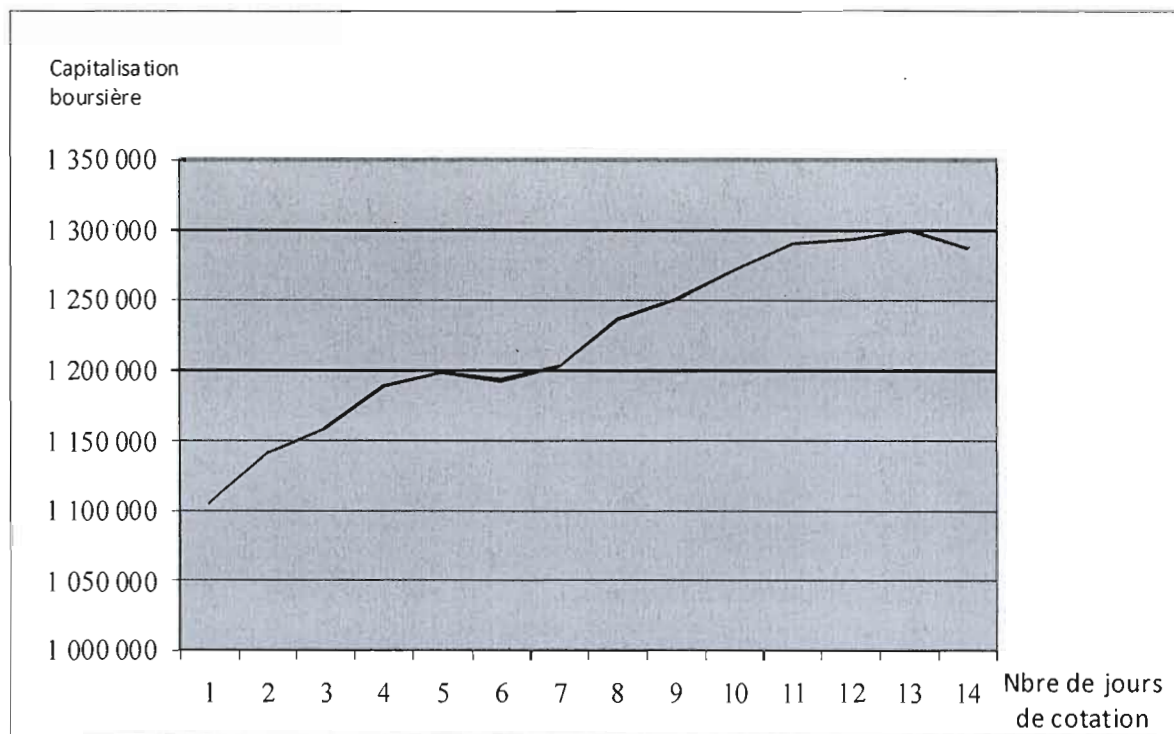
4.1.1 Underpricing

La littérature financière fait état d'une envolée des cours qui surpassent significativement et positivement le prix d'introduction du titre dans les premières heures qui suivent une introduction en bourse. Après la transition opérée pour transformer la Bourse des Valeurs d'Abidjan en Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (ouverture à sept autres pays), le nouveau départ des cotations indique une tendance à l'image d'une sous-évaluation initiale des titres des entreprises présentes à la cote, tel que l'illustrent les graphiques ci-après :



Taux de croissance moyen : 8.75 %

Figure 4.1. Évolution du marché au cours des sept premiers jours



Taux de croissance moyen : 16,42 %

Figure 4.2. Évolution du marché au cours du premier mois après l'introduction. (14 jours)

Cette tendance des cours durant la première semaine et même tout le premier mois de cotation après l'ouverture du marché financier montre bien que le marché financier Ouest-africain ne déroge pas à la règle qui veut que la valeur des titres grimpe assez rapidement au cours de leurs premières cotations, témoignant ainsi d'une sous-évaluation potentielle à l'introduction. Cependant, des différents facteurs évoqués pour expliquer la sous-évaluation initiale, plusieurs peuvent être d'emblée écartés dans le cas de la BRVM. La raison qui semble le mieux expliquer cette tendance haussière des cours est le climat du marché. Les autres raisons butent sur le fait qu'il ne s'agit ici d'une introduction en bourse précédée d'une valorisation des entreprises présentes, mais plutôt de l'élargissement d'un

marché national (celui de la Côte d'Ivoire) pour déboucher sur un marché sous-régional (L'Afrique de l'Ouest). Les entreprises autrefois cotées à la Bourse des Valeurs d'Abidjan se sont donc vues maintenues sur le nouveau marché sans procéder à une nouvelle valorisation (suite à une décision politique de transférer en bloc l'intégralité du portefeuille de la BVA à la BRVM), le cours d'introduction de ces entreprises à la BRVM étant le dernier cours obtenu sur la BVA. Ainsi, il devient donc improbable d'évoquer ici le transfert de richesse pour expliquer cette évolution des cours, aucune cession d'actions n'ayant eu lieu au sein des 35 entreprises (parmi les 36 à l'ouverture de la BRVM) qui étaient issus de la BVA. Pour la même raison, le prestige du courtier ne saurait être avancé comme facteur explicatif. Le départ de la bourse sur de nouvelles bases plus larges aurait insufflé un dynamisme nouveau. Ce qui indique une certaine inefficience du marché.

4.1.2 Underperformance

À l'échelle internationale, des expériences témoignent d'une évolution négative des performances boursières sur des périodes allant de 3 à 5 ans après l'introduction. Les sous-performances sont souvent imputées aux cycles de marché, à la correction que celui-ci apporte aux données financières corporatives ou encore à une baisse de la vague d'optimisme présente sur le marché lors des introductions. A cet égard aussi, le marché financier Ouest-africain ne fait pas exception à la règle, comme le témoignent les figures ci-après.

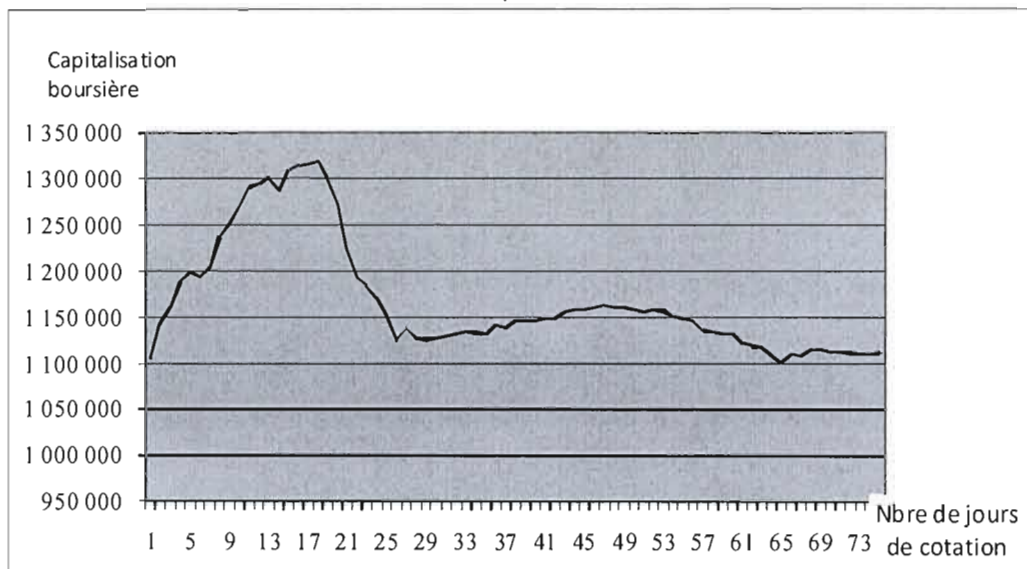


Figure 4.3. Évolution des cours après six (06) mois

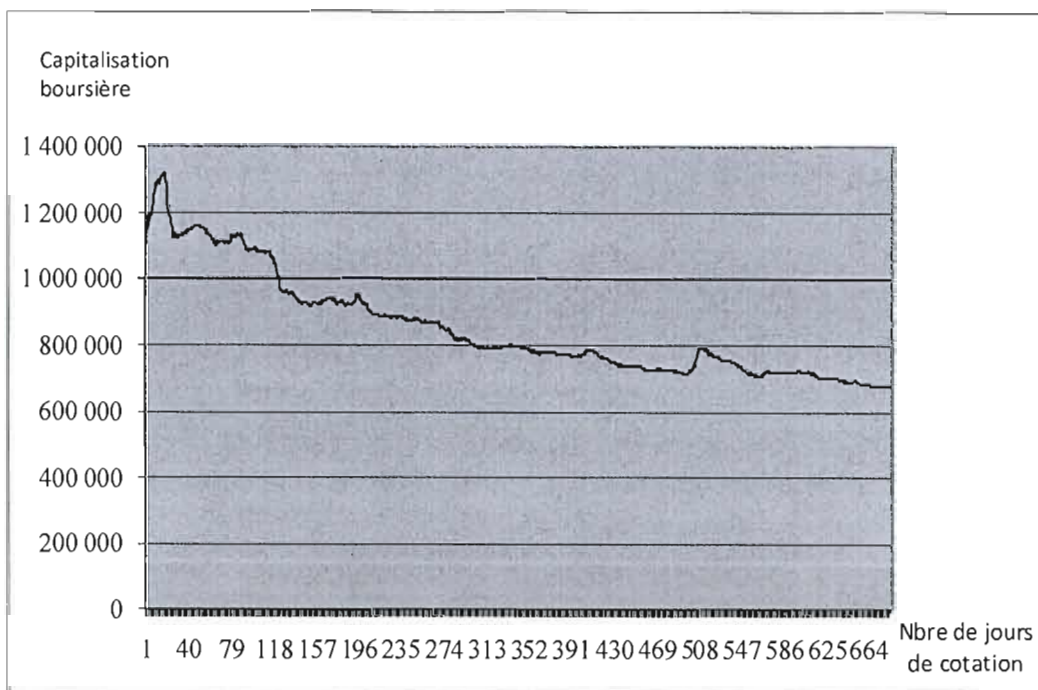


Figure 4.4. Évolution des cours sur trois ans

L'euphorie constatée sur le marché à l'ouverture de la BRVM en Septembre 1998 s'est trouvée quelque peu plombée six mois plus tard, avant de laisser la place à une dégringolade quasi-continue des cours sur les trois années suivantes. Confirmant ainsi, pour la BRVM comme pour l'écrasante majorité des bourses dans le monde, la présence d'une *Underperformance*. Cette courbe ne prend pas en compte les cinq entreprises qui se sont cotées longtemps après le lancement du marché financier sous-régional, et ne tient pas compte non plus des deux entreprises qui ont quitté la cote depuis lors, notamment la SAEC, et la SDV qui a fusionné avec la SAGA pour former SDV-SAGA, compagnie qui reste cotée.

La différence majeure observée à la BRVM est la remontée significative des cours à plus long terme (10 ans). Une remontée amorcée alors même que la Côte d'Ivoire, pays hôte du siège de la BRVM connaissait une crise politique sans précédent, qui a d'ailleurs conduit à la délocalisation des holdings sous-régionales de plusieurs multinationales qui investissent dans le pays. Même si les entreprises cotées à la BRVM ont sous-performé, elles ne sont pas pour autant sorties de piste comme celles qui sous-performent sur les marchés occidentaux.

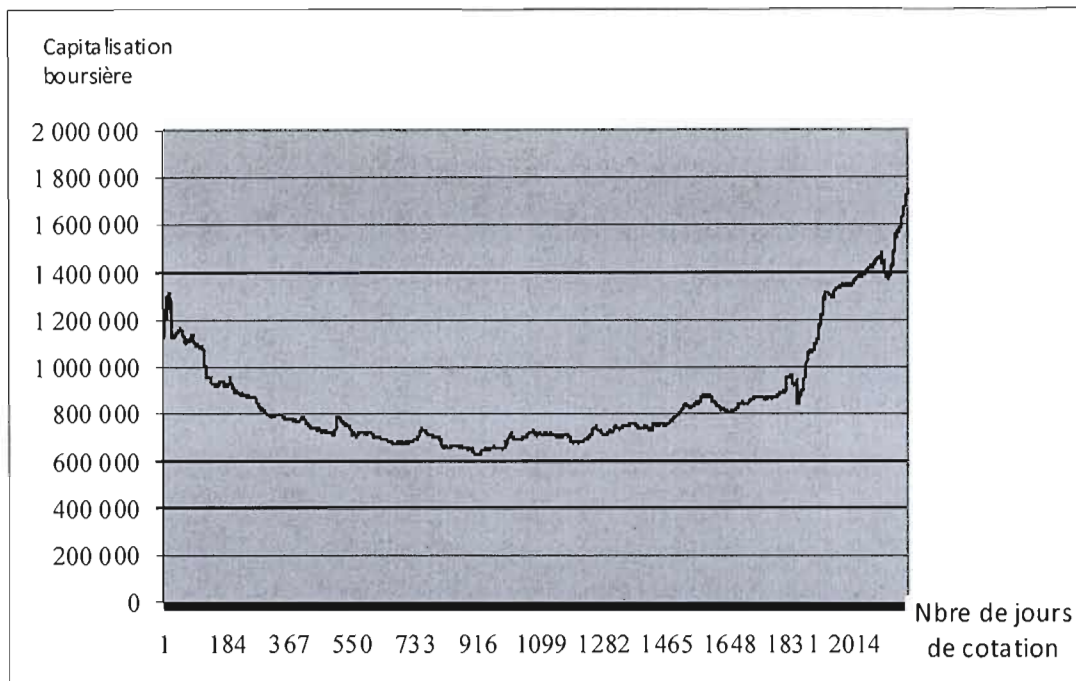


Figure 4.5. Évolution des cours sur 10 ans

Par ailleurs, la mauvaise performance observée sur les trois premières années est à relativiser. Si la tendance globale illustrée à la figure 4.4 est à la baisse, il n'en demeure pas moins que le secteur constitué des entreprises d'État se porte assez bien sur toute la période de 10 ans (1998-2008) depuis la création du marché sous-régional.

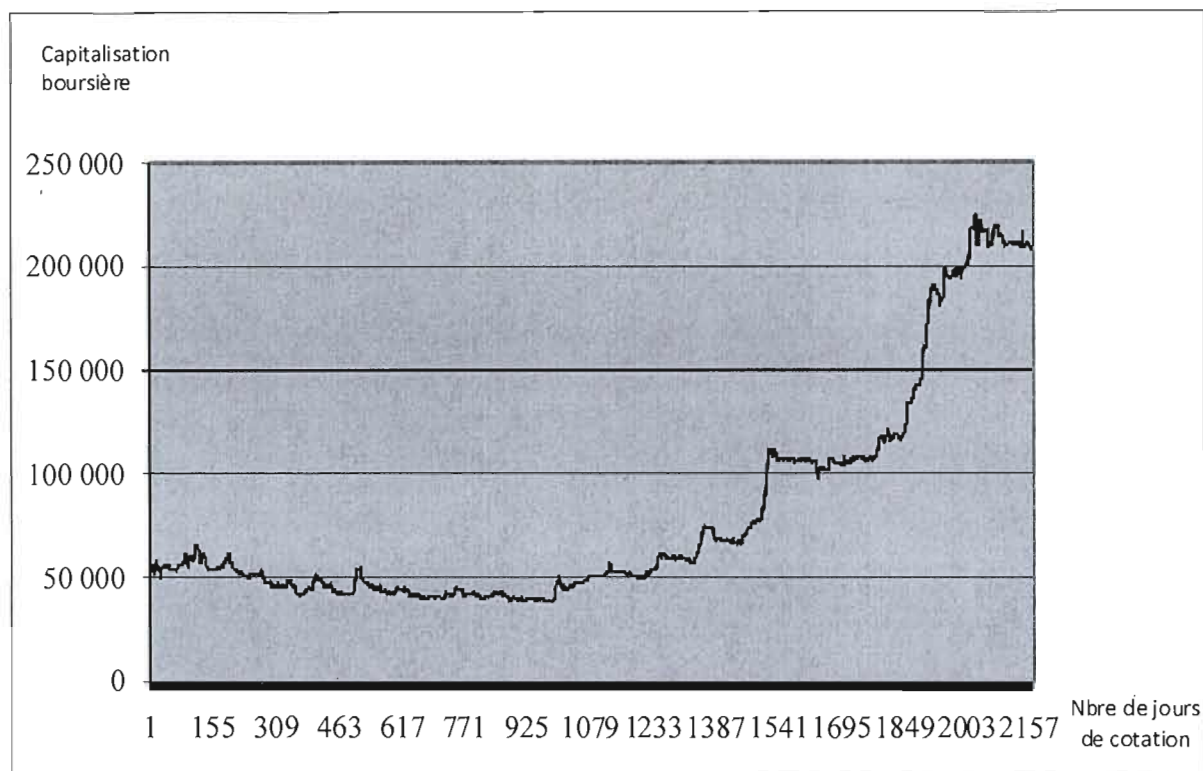


Figure 4.6. Évolution générale des entreprises d'État.

L'évolution générale des performances boursières des entreprises d'État dénote une frilosité des investisseurs à l'égard du risque et une relative confiance pour les titres garantis par les États. De plus, les trois entreprises concernées dans cette catégorie, la Compagnie Ivoirienne d'Electricité (CIE CI), la Société de Distribution d'Eau de la Côte d'Ivoire (SODE CI) et la Société Nationale de Télécommunications du Sénégal (SONATEL) évoluent en monopole pour les deux premières, et en duopole pour le dernier. Des entreprises certes présentées sous la bannière des États, mais dont le capital est en réalité détenu en grande partie par des opérateurs privés, étrangers pour la plupart (CIE CI étant détenue à 51%

par Bouygues et 15% par l'État ivoirien, SODECI détenue à 46% par FIBYSA et 3,25% pour l'État ivoirien. La SONATEL est propriété de France Télécom pour 42% et 28% pour l'État sénégalais).

4.2 Évolution des performances opérationnelles

L'hypothèse de l'efficience supposée des marchés financiers voudrait entre autres, que le marché soit un baromètre des performances financières des entreprises. Cet idéal n'étant pas toujours l'apanage des places boursières, les performances boursières qui découlent d'une confrontation entre l'offre et la demande des titres, ne reflètent pas toujours la réalité des performances opérationnelles des entreprises, et ne donnent donc pas forcément une bonne indication de leur rentabilité.

À l'aide d'indicateurs issus des états financiers (Chiffre d'affaires, résultat net, cash flow opérationnel, volume des actifs etc.) et des ratios classiques de diagnostic financier, nous pourrions apprécier l'évolution des performances opérationnelles des entreprises cotées à la BRVM.

Une analyse corrélationnelle nous montre des liens étroits existant entre des indicateurs de performance opérationnelle et des indicateurs de performance boursière.

Il ressort nettement que le cours moyen est fortement et significativement associé au bénéfice par action (0,961**), de même qu'au rendement moyen des titres à la cote (0,560**). La capitalisation boursière et les valeurs transigées sont fortement corrélées aux chiffres d'affaires (0,858** et 0,679**) et davantage au cash-flow opérationnel (0,978** et 0,951**). Cette association étroite entre des mesures boursières et des mesures opérationnelles est beaucoup mieux expliquée par le modèle de régression ci après, qui impute la qualité des performances boursières des cinq dernières années à la rentabilité des entreprises et au niveau de leurs encaisses.

Tableau 4.2

Explication du cours moyen de l'action par le bénéfice par action :
régression simple

Récapitulatif du modèle ^b						
Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation	Signification	Durbin-Watson
1	,945 ^a	,893	,890	14353,676	,000	2,017
		a. Valeurs prédites : (constantes), BPA				
		b. Variable dépendante : cours moyen				

La régression porte sur les données des quatre dernières années.

$$\text{Cours moyen} = \beta_0 + \beta_1 \text{ bénéfice/action} + \epsilon_{i,t}$$

Le bénéfice par action (BPA) est ostensiblement le facteur déterminant du cours de l'action en bourse tel que l'indique le tableau ci-dessus, d'autant plus qu'il explique à lui seul un peu plus de 89 % de la variation des cours. Indication claire de la place de choix qui est faite par les investisseurs à l'information financière issue des états financiers, sans doute faute d'existence d'autres sources d'informations contradictoires crédibles. Ce constat met également en lumière la proximité des analystes financiers avec les entreprises cotées, dont ils ne contestent pas souvent ou ne corrigent pas assez les chiffres divulgués, se contentant de les relayer au marché. Les seules notes d'analyse financière disponibles au sujet des titres cotés sont diffusées par des courtiers qui sont filiales des banques introductrices. Dans ce contexte où les annonces de prévision de bénéfices et les prévisions de croissance sectorielle sont quasi-inexistantes, les états financiers font alors office d'unique source d'information pour des investisseurs pas toujours avertis, n'ayant pour seuls repères que les principaux soldes caractéristiques de gestion issus du bilan et du compte de résultat.

Tableau 4.3

Explication des valeurs transigées par les cash-flows et le chiffre d'affaires :
régression multiple

	Valeurs transigées
Chiffre d'affaires	(Bêta) 1.119**
Cash flow	(Bêta) 0.210*
R-deux	,921
R-deux ajusté	,916
P-value	0.000
Durbin-Watson	1,908
N	38

* $p < 0.05$

** $p < 0.01$

Données portant sur les exercices comptables 2005 à 2008

Valeurs transigées = $\beta_0 + \beta_1 \text{ chiffre affaires} + \beta_2 \text{ cash flow} + \epsilon_{i,t}$.

Au-delà de la rentabilité, le niveau des encaisses retient manifestement l'attention des investisseurs et détermine le degré d'attrait des titres. Ainsi, les entreprises qui ont les chiffres d'affaires les plus élevés et qui disposent d'une trésorerie abondante voient leurs titres plus sollicités. Les volumes et les valeurs transigés sont conditionnés à 91,6 % par le

niveau du chiffre d'affaires et du cash-flow opérationnel. Ce résultat confirme la confiance placée par les investisseurs dans les états financiers. Les investisseurs sont souvent des individus ou des Organismes de Placement Collectif de Valeurs Mobilières (OPCVM), lesquels existent sous la forme de Société d'Investissement à Capital Variable (SICAV) ou de Fonds Commun de Placement (FCP).

L'évolution des principaux indicateurs de performances financières est consignée dans le tableau ci-dessous :

Tableau 4.4

Évolution des principaux indicateurs de performances des entreprises

Principaux indicateurs	Années				
<i>(Totaux en Millions de Fcfa)</i>	2007	2006	2005	2004	2003
Total des actifs	7 438 090	5 284 803	4 054 762	3 292 888	2 864 290
Chiffre d'affaires	2 371 603	1 962 832	1 622 029	1 507 959	1 008 775
Cash-flows opérationnels	505 473	439 876	337 790	276 916	216 349
Bénéfice par action	142	121	71	-	-

Source : À partir des états financiers des 38 sociétés encore cotées.

Il est notable que durant les cinq dernières années comptables achevées, les indicateurs de performance des entreprises cotées à la BRVM ont globalement été au vert et n'ont cessé de croître significativement et positivement. Concernant le ROE et le ROI, le nombre élevé de données manquantes rend leur analyse moins pertinente.

Par ailleurs, même si l'année 2004 marque le début du retour des capitaux étrangers en Côte d'Ivoire, il est difficile d'attribuer les mauvaises performances boursières transitoires à l'instabilité politique qu'a connu le pays entre 2002 et 2004, suite à la tentative de coup d'État survenue le 19 septembre 2002 ; d'autant plus qu'en cette période, le marché qui était déjà au plus bas n'a pas négativement réagi à cet événement. Il y a en revanche eu une réelle dégradation des performances financières opérationnelles des entreprises au cours des années qui ont suivi l'ouverture du marché financier. Ce qui a conduit à la morosité du marché par la chute des cours. Une situation vraisemblablement imputable en grande partie à la réorganisation nécessaire pour satisfaire les exigences toutes nouvelles de la nouvelle autorité de marché, et les règles fixées à l'occasion de l'élargissement du marché financier.

La forte liquidité des sociétés actuellement cotées, illustrée par l'évolution globalement positive des cash-flows opérationnels entre 2003 et 2007 contraste tout de même avec l'objectif de levée des fonds que l'on se fait des entreprises qui vont à la cote. C'est la démonstration probante de ce que, les entreprises cotées au compartiment des actions à la BRVM ne sont pas nécessairement celles qui ont besoin d'un financement. Au contraire, ce sont des étalons, qui comptent sur cette présence boursière pour consolider leur image de marque. Car, exceptée la BOAN (Banque Ouest-Africain du Niger), aucune des 38 entreprises actuellement inscrites au compartiment des actions n'a émis d'emprunt obligataire. Dans leur écrasante majorité, elles se sont introduites en diffusant sur le marché le strict minimum des

titres admissibles pour un appel public à l'épargne. La plupart de ces sociétés sont donc présentes en bourse pour le prestige que cela confère.

4.3 Développement du marché financier et croissance économique

La création d'un marché financier en zone UEMOA, en facilitant l'accès des entreprises aux ressources longues pour le financement de leurs investissements, visait en bout de ligne une relance de la croissance ; laquelle serait d'ailleurs une perception à l'échelle macroéconomique de l'impact positif du marché boursier sur les performances des entreprises cotées. Cette section a pour but de déterminer si le développement du marché a eu un impact positif et significatif sur la croissance économique des pays de la sous-région. La réponse à la question n'est pas évidente pour tous les huit pays qui constituent la zone UEMOA. Nous avons choisi de ne prendre que le cas de la Côte d'Ivoire qui affiche 40%¹ du PIB de la sous-région et qui détient à elle seule 34 des 38 entreprises encore cotées. Le Sénégal, le Togo, le Bénin et le Niger détenant chacun une des quatre entreprises restantes.

Les variables choisies pour mesurer la croissance économique sont le Produit intérieur brut (PIB) et le Produit Intérieur Brut par habitant. Le PIB par habitant étant choisi pour atténuer la variation du PIB global qui serait due à une variation de la population. Le PIB par habitant utilisé ici est en parité de pouvoir d'achat, afin de geler les effets de l'inflation ou de la déflation dans le temps, ce qui permet d'examiner cet indicateur en dollars constants.

¹ Source : Banque mondiale - World Development Indicators

Les données ont été recueillies dans la base de données de la CNUCED (Conférence des Nations Unies pour le Développement) sur la période 1998-2008 qui correspond à une décennie depuis la création du marché financier sous-régional. Ces données sont chiffrées en millions de dollars US.

Concernant le développement du marché financier, les variables retenues pour le mesurer concernent la taille du marché illustrée par la capitalisation boursière ; ainsi que la liquidité du marché, évaluée par le volume des transactions et la valeur des titres transigés. Les données y afférentes ont été recueillies dans les bases de données de la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM) et du Conseil Régional de l'Épargne Publique et des Marchés Financiers (CREPMF). Les données sont chiffrées en Francs CFA.

Les tableaux 4.5 et 4.6 suivants résument l'évolution des principaux indicateurs du marché financier au cours des dix dernières années, le tableau 4.7 présente l'évolution des principaux indicateurs boursiers et macroéconomiques au cours de la dernière décennie, et le tableau 4.8 indique les liens entre les mesures du développement boursier et celles de la croissance économique.

Tableau 4.5

Evolution du marché primaire (en millions de FCFA)

Rubriques	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Total	%
Marché des obligations (a)	22 000	116 673	15 505	67 687	112 370	109 053	84 700	219 696	176 500	256 928	81 359	1 262 471	89,60%
Etats		30 242	5 005		63 973	65 403		131 131	120 500	161 070	46 767	624 091	44,30%
Organisations Régionales et Int.		37 171		11 948	3 500		25 200	25 000	46 000	22 528	22 793	194 140	13,80%
Secteur privé	22 000	49 260	7 500	49 939	37 397	12 650	20 500	19 800	10 000	63 130	1 800	293 976	20,90%
Entreprises publiques (d'Etat)			3 000	5 800	7 500	31 000	39 000	43 765		10 200	10 000	150 265	10,70%
Marchés des actions (b)	35 546	11 549	4 635	19 976	6 406	1 010	11 829	433	2 562	1 197	51 190	146 333	10,40%
Offres Publiques de Vente	35 546	11 297	2 470	11 035	4 639	645	11 141		2 150	561	50 076	129 560	9,20%
Offres Publiques d'Achat			1 753									1 753	0,10%
Offres Publiques d'Echange				8 792								8 792	0,60%
Placements Etrangers		252	412	97	1 767	365	688	433	412	636	1 114	6 176	0,40%
Offres Publiques de Rachat				52								52	0,00%
Total mobilisé (a) + (b)	57 546	128 222	20 140	87 663	118 776	110 063	96 529	220 129	179 062	258 125	132 549	1 408 804	100,00%

Source : Statistiques du CREPMF

Tableau 4.6

Evolution du marché secondaire

Nature des opérations	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Volume des transactions	489 163	4 819 593	1 519 193	912 193	1 015 152	1 118 903	3 025 032	1 330 416	2 781 033	9 717 973	35 468 951
Valeurs des transactions (milliards de FCFA)	10,6	53,6	36,9	12,6	12,3	14,4	37,2	20,6	59,6	68,2	158,43
Capitalisation Boursière (milliards de FCFA)	1 018,90	1 074,10	948,3	976	990,5	1 108,38	1 279,49	1 623,37	2 476,17	4 303,15	3 851,37
Marché des actions (milliards de FCFA)	1 018,90	990,9	828,1	857,9	832,4	858,14	1 000,89	1 297,08	2 067,02	3 725,10	3 336,65
Marché des obligations (milliards de FCFA)	0	83,2	120,2	118,1	158,1	250,24	278,6	326,29	409,15	578,05	514,72
Indice BRVM 10	94,61	97,08	77,27	84,11	82,36	88,26	102,7	149,87	130,95	224,85	192,08
Indice BRVM Composite	98,05	91,34	74,76	77,46	74,34	76,53	87,61	112,68	112,65	199,45	178,17
Nombre de sociétés cotées	36	38	41	38	38	39	39	39	40	38	38
Nombre de lignes obligataires	13	21	17	17	19	19	20	18	21	28	29

Source : Statistiques du CREPMF

Dans le tableau 4.5, on peut noter un accroissement significatif du niveau des emprunts obligataires des États en 2005, 2006, et 2007. Il s'agit d'importantes lignes d'emprunt émises en grande partie par la Côte d'Ivoire, suivi du Benin et du Sénégal. Ces emprunts surviennent au moment où le marché financier reprend du poil de la bête, de même que la Côte d'Ivoire, pays phare et grenier de la sous-région, se remet de la crise politique qui la secouait depuis 2002. Les offres publiques de ventes atteignent également un pic en 2008. Elles concernent essentiellement l'appel public l'OPV émise par ONATEL, le géant burkinabé des télécommunications, qui amorçait ainsi son introduction en bourse. Son admission à la cote a finalement eu lieu en Avril 2009. Il s'agit donc de la 39^{ème} entreprise cotée, dont nous n'avons pas tenu compte dans notre étude.

Le tableau 4.6 indique un regain au niveau de la capitalisation boursière et du volume des transactions en 2007 et 2008. Un sursaut attribuable à la fusion-absorption survenue entre SDV et SAGA en 2007, et surtout à l'augmentation de capital par émission d'actions nouvelles qui s'en est suivie, ainsi que les augmentations de capital par incorporation des réserves effectuées par BOAB et ECOBANK. Enfin, l'augmentation du capital d'UNIWAX par compensation des créances y aura également contribué.

Tableau 4.7

Évolution des principaux indicateurs boursiers et macroéconomiques

Années	Population (En milliers)	Capitalisation boursière (En milliards de FCFA)	PIB (En millions de \$ US)	PIB par habitant (En parité de pouvoir d'achat)	Valeurs transigées (En milliards de FCFA)	Volumes des transactions
1 998	16 279	1 019	12 641	1 612	10,60	489 163
1 999	16 679	1 047	12 561	1 622	53,60	4 819 593
2 000	17 049	948	10 682	1 561	36,90	1 519 193
2 001	17 385	976	10 735	1 568	12,60	912 193
2 002	17 691	991	11 692	1 545	12,30	1 015 152
2 003	17 982	1 108	14 255	1 528	14,40	1 118 903
2 004	18 275	1 279	16 064	1 574	37,20	3 025 032
2 005	18 585	1 623	16 960	1 614	20,60	1 330 416
2 006	18 914	2 476	18 014	1 650	59,60	2 781 033
2 007	19 262	4 303	20 402	1 688	68,20	9 717 973
2 008	20 807	3 851	22 222	1 726	158,43	35 468 951

Tableau 4.8

Relations entre indicateurs de développement boursier et agrégats de croissance économique

Variables de contrôle			Marketcap	PIBPHAB	PIB	Valeurtrans	volumetrans
Années	Marketcap	Corrélation	1,000				
	PIBPHAB	Corrélation	,830**	1,000			
	PIB	Corrélation	,663*	,816**	1,000		
	Valeurtrans	Corrélation	,584	,737*	,577	1,000	
	volumetrans	Corrélation	,515	,633*	,522	,925**	1,000

**. La corrélation est significative au niveau 0,01

*. La corrélation est significative au niveau 0,05

Comme l'illustre le tableau ci-dessus, une analyse corrélationnelle montre une association importante entre la capitalisation boursière et le PIB (0,663*) et une association bien plus importante encore entre la capitalisation boursière et le PIB par habitant (0,830**). De même, le volume des transactions et la valeur des titres transigés sont fortement corrélés avec le PIB par habitant. (Respectivement 0,633* et 0,737*).

Ces corrélations établies, nous utilisons un modèle de régression linéaire simple pour évaluer la portée des liens qui existent entre ces variables et le pouvoir explicatif des variables du développement de marché au sujet de la croissance économique.

Tableau 4.9

Sommaire de régressions

Capitalisation boursière / PIB

Capitalisation boursière / PIB par habitant

Valeurs transigées / PIB par habitant

Volume des transactions / PIB par habitant

Variables indépendantes	Variables dépendantes			
	1	2	3	4
	PIB	PIB / ht	PIB / ht	PIB / ht
Marketcap	0.905**	0.871**	-	-
Valeurtrans	-	-	0.836**	-
Volumetrans	-	-	-	0.763**
R-deux	,818	,759	,699	,583
R-deux ajusté	,798	,732	,665	,536
P-value	0.000	0.000	0.001	0.006
Durbin-Watson	1,086	1,252	1,328	0,891
N	38	38	38	38

* p< 0.05

** p< 0.01

1. $PIB = \beta_0 + \beta_1 \text{Marketcap} + \varepsilon_{i,t}$.
2. $PIB/ht = \beta_0 + \beta_1 \text{Marketcap} + \varepsilon_{i,t}$.
3. $PIB/ht = \beta_0 + \beta_1 \text{Valeurtrans} + \varepsilon_{i,t}$.
4. $PIB/ht = \beta_0 + \beta_1 \text{Volumetrans} + \varepsilon_{i,t}$.

Selon ces résultats, la capitalisation boursière, (Marketcap) expliquerait environ 80% (0,798) de la variation du PIB et 73,2% de la variation du PIB par habitant. Outre la capitalisation boursière qui évalue l'impact de la taille du marché sur la croissance économique, les mesures de liquidité du marché, constituées des valeurs transigées (Valeurtrans) et du volume des transactions (Volumetrans) expliquent elles aussi assez largement la variation du PIB par habitant (PIBPHAB) pour 66,5% et 53,6% respectivement. Des relations qui sont par ailleurs très significatives.

Afin de déterminer lequel des deux indicateurs entre la Capitalisation boursière et le PIB par habitant – qui sont par ailleurs endogènes – a un effet d'entraînement sur l'autre, nous effectuons un test de causalité de Granger.

Ce test permet de mettre en évidence la causalité d'une variable envers une autre, sans que la réciproque soit vraie. Développé par Granger (1969), ce test sert à déterminer si une variable x est la cause d'une autre variable y , en prenant en compte la propension qu'ont les valeurs passées de y à expliquer sa valeur actuelle, tout en évaluant l'amélioration de l'estimation lorsque les valeurs retardées de x sont intégrées au modèle. Si la variable x se trouve déterminante dans l'estimation de y , ou si les coefficients de ses valeurs retardées sont significativement différents de zéro, x peut donc être considérée comme étant la cause de y .

Le sommaire des résultats de ce test, appliqué aux données macroéconomiques et boursières, est exposé ci-dessous :

Tableau 4.10

Résultats des tests de causalité de Granger
Capitalisation boursière / Croissance économique

Pairwise Granger Causality Tests			
Sample: 1 11			
Lags: 2			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
PIBPBAB does not Granger Cause MARKETCAP	9	0.38109	0.7055
MARKETCAP does not Granger Cause PIBPHAB		2.54868	0.1933

Pairwise Granger Causality Tests			
Sample: 1 11			
Lags: 1			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
PIBPBAB does not Granger Cause MARKETCAP	10	0.30696	0.5968
MARKETCAP does not Granger Cause PIBPHAB		3.66687	0.0971

Les tests de causalité, effectués avec deux périodes de retard et ensuite avec une période de retard en ce qui concerne les valeurs passées, révèlent un lien de causalité entre la capitalisation boursière et l'évolution du PIB par habitant, la direction de la causalité allant de la capitalisation boursière vers le PIB par habitant.

Ces liens étroits entre les mesures de développement du marché financier et la croissance économique corroborent avec les théories de la croissance endogène qui prônent un rôle accru du système financier, et

notamment des marchés financiers de part leurs fonctions, pour la relance de la croissance.

CONCLUSION, CONTRIBUTION, LIMITES ET AVENUES DE RECHERCHE

Au sein de la zone UEMOA, la mise sur pied d'un marché financier à l'échelle sous-régionale se voulait un autre levier pour soutenir la croissance économique, à côté du marché monétaire qui ne pouvait plus tout seul soutenir durablement l'organisation des privatisations, en assurant une liquidité aux valeurs mobilières qui peuvent être émises pour toucher un large public. Dans ce contexte, la diversification des sources de financement et de placement d'épargne s'étant voulue comme une nécessité compte tenu de la vague des privatisations entamées et qui drainaient plus de 23 milliards de dollars en 1992, le marché boursier régional ambitionnait de faciliter la mobilisation de l'épargne vers l'investissement productif dans les secteurs économiques de la région, favorisant ipso facto sa croissance économique. Par ailleurs, la transformation de la Bourse des Valeurs d'Abidjan en Bourse sous-régionale visait à offrir aux sept autres pays la possibilité de bénéficier de cet autre canal de mobilisation de l'épargne dont la Côte d'Ivoire pouvait s'enorgueillir depuis 1974. En outre, cette stature régionale conférée à la bourse concourait à permettre aux pays membres d'attirer des capitaux étrangers.

Une décennie après la création du marché, le bilan est pour le moins mitigé. L'euphorie de départ constatée sur la place boursière a rapidement pris du plomb dans l'aile quelques mois seulement après le lancement des cotations, plongeant ainsi le marché dans une pénible zone de turbulence qui a duré quelques années, avant d'amorcer une remontée significative. Les entreprises cotées ont globalement et majoritairement tiré profit à long

terme de leur introduction en bourse. Leurs principaux indicateurs de performance financière ont positivement progressé dans la seconde moitié de la décennie d'existence du marché.

La Côte d'Ivoire peut cependant être perçue pour l'instant comme le pays qui profite le plus de l'instauration de ce marché financier. Elle détient 34 des 38 entreprises cotées au compartiment des actions et a bénéficié pour le financement de ses entreprises d'un plus grand bassin d'épargne au niveau sous-régional. Si l'on peut avancer que le développement du marché financier de l'UEMOA a eu un effet d'engrenage positif sur sa croissance économique, il n'est pas évident de tirer la même conclusion pour les autres pays fondateurs dont la présence est beaucoup moins marquée sur le marché.

L'autre objectif qui était d'attirer des capitaux (placements) étrangers est loin d'être atteint, et l'effet inverse est d'ailleurs à craindre. De toutes les entreprises présentes à la cote, seulement une dizaine sont véritablement locales, sous-régionales ou panafricaines, la plupart étant des filiales de multinationales occidentales. Le scénario d'une épargne locale qui financerait des investissements étrangers est donc à considérer. D'un autre aspect, les entreprises qui choisissent de s'introduire ne sont pas toujours motivées par la volonté de lever des capitaux à long terme, étant donné que la plupart de ces multinationales disposent très souvent des ressources dont elles ont besoin, pour le volume d'activité prévu en Afrique de l'ouest. Après quelques introductions supplémentaires et quelques radiations, le marché toujours comporte presque autant d'entreprises qu'à ses débuts, il y a une décennie. Car il faut bien noter que, si les entreprises à capitaux privés filiales des grands groupes internationaux sont suffisamment outillées pour entrer en bourse, il n'en est pas de même pour les entreprises à capitaux

privés détenus par les nationaux. L'introduction en bourse des entreprises locales se heurte généralement à plusieurs obstacles :

Le premier est la réticence des actionnaires et administrateurs qui sont peu enclins à partager avec les nouveaux arrivants les résultats d'une entreprise qui a multiplié la valeur de ses investissements et qui apporte aux nouveaux entrants bien au-delà de la mise initiale. Le second et le plus important est le risque d'éparpillement supplémentaire de l'actionnariat et d'une dilution conséquente du "noyau dur", car augmenter le capital en cédant 20% au marché conduit mécaniquement à diluer le poids de ce noyau dur (Zogning, 2006).

Le moins que l'on puisse dire est que le marché financier Ouest-africain a contribué à l'approfondissement et à la diversification du système financier de l'UEMOA, en permettant de mobiliser une épargne de 1 408 milliards de Francs CFA sur le marché primaire et de recycler 485 milliards de Francs CFA sur le marché secondaire. La bourse sera davantage un réservoir d'épargne et surtout un moyen de financement des États et des entreprises si l'on peut amener les offreurs et demandeurs potentiels de capitaux à adopter une véritable culture boursière, et en promouvant une politique fiscale attractive.

Le marché financier ouest-africain a sans doute le potentiel d'accroître l'efficacité des investissements, de créer de la richesse et du capital à long terme nécessaire pour le développement des pays concernés. Mais il est clair que le niveau d'intégration actuel de ce marché dans l'économie est encore faible. Car la seule institution du marché financier ne suffit pour induire une croissance économique. Les activités de négociation doivent donc être renforcées par une forme d'éducation et la promotion de la nécessité de mobiliser des capitaux par les marchés boursiers. Il est également recommandé de mettre en place une meilleure diversification des

instruments financiers proposés sur le marché financier de l'UEMOA, afin de répondre à tous les secteurs d'activité dans ces économies et d'accroître la concurrence, qui permettra de renforcer l'innovation, et donc, une certaine efficacité. C'est l'effet conjoint d'un marché bien organisé, d'une augmentation des investissements publics, des dépenses publiques, et de l'aide au développement qui va stimuler cette croissance économique. Les politiques de développement devraient donc être globales et intégrées

L'apport essentiel de ce travail sera de montrer l'opportunité et les possibilités de relance ou de soutien de l'économie que revêt la création d'un marché financier organisé au sein d'un pays ou d'une sous-région, en mettant un accent sur les perspectives de financement des entreprises à long terme et à faible taux, ainsi qu'au risque réduit pour les investisseurs.

Ses limites empiriques reposent essentiellement sur l'absence des données relatives aux entreprises cotées avant la mise en place du marché boursier. Ce qui aurait permis d'apprécier plus nettement les changements post-introduction. Une appréciation encore moins évidente compte tenu du fait que la plupart des entreprises étaient déjà présentes sur la BVA et n'ont pas effectué une réintroduction. C'est le marché qui s'est par ailleurs agrandi.

Ceci pourrait conduire à s'interroger sur les variables d'efficacité et les conditions de viabilité d'un marché financier. De plus, même si l'effet positif du développement boursier sur la croissance économique semble évident, la forte présence de compagnies à capitaux étrangers devrait inciter à examiner l'apport substantiel réel du marché financier aux économies locales, en prenant comme indicateur le PNB plutôt que le PIB.

ANNEXE

LISTE DES ENTREPRISES COTÉES A LA BRVM

Secteur	Num.	Sociétés	Nbre d'actions	Capital Nominal	Classe de capitalisation	Nationalité	Actionnariat/Propriétaire
Industrie	1	SICABLE CI	148 000	740 000 000	C	Côte d'ivoire	Locale
	2	CEDA CI	92 200	461 000 000	C	Côte d'ivoire	Locale
	3	FILTISAC CI	3 525 935	8 814 838 000	B	Côte d'ivoire	Filiale du groupe Ouest-africain IPS
	4	NEI CI	268 000	134 000 000	C	Côte d'ivoire	Locale
	5	NESTLÉ CI	1 103 520	5 517 600 000	B	Côte d'ivoire	Filiale de NESTLÉ
	6	CROWN SIEM CI	629 740	1 889 220 000	B	Côte d'ivoire	Filiale du groupe américain CROWN
	7	SAGECO CI	110 440	40 847 844	C	Côte d'ivoire	Filiale du groupe SNI-EFIDIS (France)
	8	SIVOA CI	873 400	873 400 000	C	Côte d'ivoire	Air Liquide
	9	SOLIBRA CI	822 016	4 110 080 000	A	Côte d'ivoire	Groupe CASTEL (France)
	10	SMB CI	487 200	1 218 000 000	B	Côte d'ivoire	Locale
	11	SITAB CI	897 750	4 488 750 000	B	Côte d'ivoire	Groupe Bolloré (France)
	12	TRITURAF CI	1 040 000	2 600 000 000	C	Côte d'ivoire	Locale
	13	UNILEVER CI	1 610 000	8 053 000 000	A	Côte d'ivoire	Groupe Français
	14	UNIWAX CI	750 000	3 750 000 000	B	Côte d'ivoire	Locale
Services publics	15	CIE CI	2 800 000	14 000 000 000	B	Côte d'ivoire	51% Bouygues et 15% Côte d'Ivoire
	16	SODE CI	900 000	4 500 000 000	B	Côte d'ivoire	46,06 FIBYSA, 3,25% Côte d'Ivoire
	17	SONATEL SN	10 000 000	50 000 000 000	A	Sénégal	France Telecom 42% et Sénégal 28%

Finances	18	BICI CI	1 666 667	16 666 670 000	B	Côte d'ivoire	Groupe Banques populaires (France)
	19	BANK OF AFRICA BN	800 000	8 000 000 000	B	Benin	Groupe Ouest-africain
	20	BANK OF AFRICA NG	234 000	1 950 000 000	C	Niger	Groupe Ouest-africain
	21	ECOBANK	6 774 767 965	173 930 278 300	A	Togo	Groupe panafricain
	22	SAFCA CI	129 916	1 299 160 000	C	Côte d'ivoire	Groupe CFAO (France)
	23	SGB CI	3 111 111	15 556 000 000	A	Côte d'ivoire	Groupe Société Générale (France)
Transports	24	SDV-SAGA CI	1 088 706	10 887 060 000	B	Côte d'ivoire	Groupe Bolloré (France)
	25	SIVOM CI	400 000	2 000 000 000	C	Côte d'ivoire	Groupe SIVOM International (France)
Agriculture	26	PALM CI	7 386 801	19 501 154 640	A	Côte d'ivoire	Groupe SIFCA(Afrique de l'Ouest)
	27	PH CI	400 000	1 000 000 000	C	Côte d'ivoire	Groupe SIFCA(Afrique de l'Ouest)
	28	SICOR CI	600 000	1 500 000 000	C	Côte d'ivoire	Locale
	29	SOGB CI	2 160 184	21 601 840 000	B	Côte d'ivoire	Locale
	30	SAPH CI	5 111 601	14 593 620 855	A	Côte d'ivoire	Groupe SIFCA(Afrique de l'Ouest)
Distribution	31	ABIDJAN CATERING	345 600	1 728 000 000	C	Côte d'ivoire	Filiale de SIA (France)
	32	BERNABE CI	31 200	1 656 000 000	C	Côte d'ivoire	Groupe Français
	33	CFAO CI	1 112 792	5 563 990 000	B	Côte d'ivoire	Groupe Français
	34	SDA CI	160 000	1 280 000 000	B	Côte d'ivoire	Groupe Français
	35	SHELL CI	1 260 000	3 150 000 000	B	Côte d'ivoire	Filiale de SHELL (Grande Bretagne)
	36	SARI CI	131 600	1 355 480 000	C	Côte d'ivoire	Groupe CFAO (France)
	37	TOTAL CI	629 616	20 954 000 000	B	Côte d'ivoire	Groupe français
Autres	38	SETAO CI	134 400	672 000 000	C	Côte d'ivoire	Groupe Bouygues (France)

REFERENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- Ackley, G. 1970. *Economic Stabilization and Growth*, in N. D. Ruggles (ed.), *Economics: The Behavioral and Social Sciences Survey*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ.
- Acte uniforme relatif au Droit des Sociétés Commerciales et du Groupement d'Intérêt Economique. 1997. *Journal Officiel de l'OHADA*, N°2, p. 1-121.
- Afrique Relance en ligne
<http://www.un.org/french/ecosocdev/geninfo/afrec/voll4no3/stocksfr.htm>
- Babissakana. 2001. *Les débats économiques du Cameroun et d'Afrique*, Prescripteur, Yaoundé.
- Bamba, N'Galadjo L. 2001. *La construction de marchés financiers régionaux dans les pays africains de la zone franc*, Proceedings of the Annual Meeting of Finance Ministers of the Franc Zone Countries.
- Banque mondiale - *World Development Indicators*, 2009.
- Beatty, R.P., Ritter, J.R. 1986. *Investment banking, reputation, and underpricing of initial public offerings*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 15, p. 213-232.
- Bencivenga, Valerie R & Smith, Bruce D & Starr, Ross M. 1996. *Equity Markets, Transactions Costs, and Capital Accumulation: An Illustration*, *World Bank Economic Review*, Oxford University Press, vol. 10(2), pages 241-65, May.
- Benveniste, Lawrence M., Walid Y. Busaba, and William J. Wilhelm. 2002. *Information externalities and the role of underwriters in primary equity markets*. *Journal of Financial Intermediation* 11:61-86.
- Brennan, M. and Franks, J. 1997. *Underpricing, ownership and control in initial public offerings of equity securities in the UK*. *Journal of Financial Economics* 45, pp. 391-414.
- Breton, G. et Taffler R.J. 2001. *Accounting information and analyst stock recommendation decisions: A content analysis approach*, *Accounting and Business Research* 31 (2) (2001), pp. 91-102

Broye, G., and Schatt, A. 2003. *Sous-Evaluation à l'Introduction et Cession d'Actions par les Actionnaires d'Origine: Le Cas Français*, Finance Contrôle Stratégie, vol. (6), n°2, pp.67-89.

Bundoo, S.K. 2007. *An analysis of ipo's underpricing in mauritius*, African Journal of Accounting, Economics, Finance and Banking Research Vol. 1. No. 1.

Carter, R.B. and S. Manaster. 1990. *Initial Public Offerings and Underwriter Reputation*, Journal of Finance.

Chemmanur, T. J., and Fulghieri, P. 1994. *Investment Bank Reputation, Information Production, and Financial Intermediation*, Journal of Finance, vol. (49), pp. 57-79.

Clarkson, P. M., & Merkley, J. 1994. *Ex ante uncertainty and the underpricing of initial public offerings: Further Canadian evidence*. Canadian Journal of Administrative Sciences, 11, 54-67.

Convention portant création du Conseil Régional de l'Épargne Publique et des Marchés Financiers

Cormier, D. 2002. *Comptabilité Anglo-saxonne et Internationale*, Economica, 2002.

Cormier D. et Magnan, M. 1997. *The impact of forward-looking financial data in IPOs on the quality of financial reporting*, The Journal of Financial Analysis, Spring, 6-17.

Derrien, F., et K. Womack. 2001. *Auctions vs. book-building and the control of underpricing in hot IPO markets*, Review of Financial Studies.

Eije, J.H. Von, Witte, M.C. 2000. *IPO-related organizational change and long-term performance*, University of Groningen, Some research report 00A19.

Ernst & Young Global IPO Trends Report 2007

Firth, M. 1997. *An analysis of the stock market performance of new issues in New Zealand*, Pacific-Basin Finance Journal 5, p. 63-85.

Granger, C.W.J., 1969. *Investigating causal relations by econometric models and cross-spectral methods*. *Econometrica* 37 (3), 424-438.

Grinblatt M. et Titman S. 1998. *Financial Market and Corporate Strategy*, Irwin McGraw-Hill, p. 86-87.

- Habib, M., Ljungqvist, A. 1999. *Underpricing and entrepreneurial losses in IPOs : Theory and evidence*, SSRN working paper.
- Holmström, B. & Tirole, J. 1993. *Market Liquidity and Performance Monitoring*, Journal of Political Economy, 101:678-709.
- Ibbotson, Roger G., and Jeffrey F. Jaffe. 1975. "Hot issue" markets, Journal of Finance 30, 1027-1042
- Jacquillat B. 1994. *l'introduction en bourse, Que sais-je ?*, PUF, 2^eédition, 127 p.
- Jaffaux C. 1992. *Le second marché : Mythes et réalités*, Techniques de gestion, 195 p.
- Jain B.A., O. Kini. 1994. *The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms* The Journal of Finance. December. 1699-1725.
- Jarisloswsky, Stephen A. & Craig Toomey. 2005. *Dans la jungle du placement, comment j'ai tiré mon épingle du jeu*, Collection Affaires Plus.
- Jensen, Michael C., et Meckling, William H. 1976. *Theory of the Firm, Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*. Journal of Financial Economics 3, 305-360.
- Jobard, J.P. 1996. *Gestion financière de l'entreprise* - 11^eème édition - Sirey
- Kalieu, Y. et Keuffi, E. 2004. *L'émergence des marchés financiers dans l'espace OHADA*, Afrilex, N° 4, Bordeaux, Décembre 2004.
- Kooli, M. 2000. *La Sous-évaluation des Emissions Initiales: Le Cas du Canada*, Gestion, vol. (25), n°3, pp. 78-91.
- Kuan, Cheah Wai. 2000. « The Hong Kong IPO underpricing phenomenon and the underwriter reputation ». Research Masters thesis, University of Otago (Finance).
- Kyle, Albert S. 1984. *Market structure, information, futures markets, and price formation. International Agricultural Trade: Advanced Readings in Price Formation, Market Structure, and Price Instability*. G.
- G. Storey, A. Schmitz and A. H. Sarris. Boulder, Colorado and London, Westview Press: 45-64.

Leland, H., and Pyle, D.H. 1977. *Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation*, The Journal of Finance, vol. (32), pp. 371-387.

Levine, R. and Zervos, S. 1995. *Policy, stock market development and economic growth*. Paper presented at the World Bank Conference on Stock Markets, Corporate Finance and Economic Growth, Washington DC, February 16±17

Loughran, T., Ritter, J., Rydqvist, K. 1994. *Initial public offerings: International insights*, Pacific-Basin Finance Journal 2, p. 165-199, 1994.

Loughran, T., Ritter, J.R. (2002), *Why don't issuers get upset about leaving money on the table in IPOs?*, Review of Financial Studies 15:413-443.

Mckinnon R.I. 1973. *Money and capital in Economic Development*,_the Brooking Institution, Washington.

Michael et W.H. Shaw. 1994. *The pricing of initial public offerings: tests of adverse selection and signaling theories*, Review of Financial Studies 7 pp. 279-319.

Michelle Lowry & G. William Schwert. 2000. *IPO Market Cycles: Bubbles or Sequential Learning?*, NBER Working Papers 7935, National Bureau of Economic Research, Inc.

Nyakerario, R. 2007. *Liberalization, Stock Market Development and Investment Efficiency in Africa*, International Review of Business Research Papers Vol. 3 No.4 October 2007 Pp.183-191

N'Zué, F. 2006. *Stock Market Development and Economic Growth: Evidence from Côte D'Ivoire*, African Development Review 2006 18:1 123

Obstfeld, Maurice. 1994. *Risk-Taking, Global Diversification, and Growth*, American Economic Review, 84,5, 1310-1329

Pagano, M., Panetta, F., Zingales, L. 1998. *Why do companies go public ? An empirical analysis*, Journal of Finance 53-1, p. 27-64.

Pagano, M., Panetta, F., Zingales, L. 1996. *The stock as a source of capital : Some lessons from initial offerings in Italy*, European Economic Review 40, p. 1057-1069.

Pearce,W. D. 1986. *The MIT Dictionary of Modern Economics*, 3rd edn, MIT Press, Cambridge MA.

Pilverdier-Latrete J. 1997. *Marchés boursier français : lecture de la cote*, Encyclopédie des marchés financiers, [éd. Y. Simon], Economica.

Rabah Ganna et El Ammari. 2008. *Performace a long terme des émissions initiales et cessions d'actions sur le marché boursier tunisien*, Congrès du réseau des IAE, Lille - 10,11 et 12 Septembre 2008.

Rajan R. G. 1992. *Insiders and outsiders : The choice between informed and arm's-length debt*, Journal of Finance, 47 (4), p. 1367-1400

Rapport de l'étude de faisabilité sur la création de la bourse africaine des valeurs – Union Africaine, Décembre 2008

Reese, W. 1998. *IPO underpricing, trading volume, and investor interest*, SSRN working paper.

Règlement général de la BRVM

Règlement Général du Conseil Régional de l'Épargne Publique et des Marchés Financiers

Ritter, J. 1998. *Initial public offerings*, Contemporary Finance Digest, Vol. 2, No. 1, p. 5-30.

Ritter, J., 1991. *The long-run performance of initial public offerings*. Journal of Finance 46, 3 -27.

Ritter, J. 1987. *The costs of going public* , Journal of Financial Economics 19, p. 269-281.

Senbet, L. et Otchere, I. 2005. *Financial sector reforms in Africa: perspectives on issues and policies*. Document rédigé pour la conférence annuelle de la Banque mondiale sur l'économie du développement, Dakar (Sénégal), Janvier 2005.

Sentis, P. (2004), *Introduction en Bourse – Une approche internationale*, Ed. Economica, Paris.

Shaw E.S.1973. *Financial deepening in Economic Development*,_New-York, Oxford University Press.

Shleifer, Andrei and Lawrence H. Summers. 1988. *Breach of Trust in Hostile Takeovers.*" In: *Corporate takeovers: Causes and consequences*, National Bureau of Economic Research Project Report series, Chicago and London.

- Singh, A. 1999. *Should Africa Promote Stock Market Capitalism?* Journal of International Development, Vol.11 pp. 343-365
- Singh, A. 1997a. *Financial liberalisation, stock markets and economic development*, Economic Journal, 107, 771-782.
- Singh, A. 1993b. *The stock market and economic development: should developing countries encourage stock markets?*, UNCTAD Review, 4, 1-28.
- Stiglitz, Joseph E. 1985. *Credit Markets and the Control of Capital*," Journal of Money, Credit and Banking, Blackwell Publishing, vol. 17(2), pages 133-52
- Stiglitz, J. and A. Weiss. 1981. *Credit rationing in markets with imperfect information*. American Economic Review 71, 393--410.
- Stoll, H. R. and A. J. Curley, 1970. *Small business and the new issues market for equities*, Journal of Financial and Quantitative Analysis 5, 309-322.
- Suret, J., Cormier, E., Lemay, B. 1990. *Le RÉAQ et la sous-évaluation initiale du prix des titres*, Canadian Journal of Administrative Sciences 7, No. 3, p. 47-56, 1990.
- Teoh S. H., Welch I. and Wong T. J. 1998 b. *Earnings Management and the Underperformance of Seasoned Equity Offerings*», Journal of Financial Economics vol 50, pp.63-69.
- Tian et Zhan. 2000. *The reputation of investment bank and IPO underpricing*, The Journal of the Graduate School of the Institute of Chinese Social Science 4 (2000), pp. 33-36.
- Vernimmen, Pierre. 2008. *Finance d'entreprise*, Édition 2009, Dalloz Gestion, Sept 2008.
- Yosha O. 1995. *Information Disclosure Costs and the Choice of Financing Source*, Journal of Financial Intermediation, 4, p. 3-20
- Zingales, Luigi. 1995. *Insider Ownership and the Decision to Go Public*, Review of Economic Studies, Blackwell Publishing, vol. 62(3), pages 425-48,
- Zogning, F. 2006. « Introduction d'une Société à la bourse des valeurs mobilières de Douala : Enjeux et procédures ». Université de Douala, Mémoire de DESS.